

上证联合研究计划第 16 期

Shanghai Stock Exchange Joint Research Program, 2006

现货市场与衍生品市场跨 市监管研究

华东政法大学

课题负责人：刘凤元

课题组成员：刘凤元 王艳 胡侠薇 孙平

课题研究协调人：陆一



目录

摘要	4
第一章 研究意义	6
第二章 境外主要市场的现货与衍生品市场防范操纵和内幕交易的法律法规	8
2.1 主要金融市场防范操纵的法律法规	8
2.1.1 美国	9
2.1.2 欧盟	11
2.1.3 日本	15
2.1.4 英国	17
2.1.5 澳大利亚	20
2.1.6 德国	24
2.1.7 中国香港	26
2.1.8 中国台湾	28
2.2 防范内幕交易的法律法规	29
2.2.1 美国	29
2.2.2 欧盟	31
2.2.3 日本	31
2.2.4 英国	32
2.2.5 法国	33
2.2.6 德国	33
2.2.7 中国台湾	34
第三章 现货与期货市场联合操纵和内幕交易等违规行为的形式与案例	35
3.1 囤积、挤压、轧空	36
3.1.1 定义	36
3.1.2 形式	36
3.1.3 案例	37
3.2 以交易行为影响价格	40
3.2.1 定义	40
3.2.2 形式	40
3.2.3 案例	42
3.3 散布虚假信息	42
3.3.1 定义	42
3.3.2 形式	43
3.3.3 案例	43
3.4 场外冲销行为	44
3.4.1 定义	44
3.4.2 形式	44
3.4.3 案例	44
3.5 交叉交易行为	45
3.5.1 定义	45
3.5.2 形式	45
3.5.3 案例	45
3.6 配合交易	46

3.6.1 定义.....	46
3.6.2 形式.....	46
3.6.3 案例.....	46
3.7 内幕交易.....	46
3.7.1 定义.....	46
3.7.2 形式.....	47
3.7.3 案例.....	47
第四章 个股衍生品的跨市场监管研究.....	48
4.1 期权操纵行为与分析.....	48
4.2 期权内幕交易.....	49
4.2.1 公开发行公司内部人行为.....	49
4.2.2 抢先交易行为.....	50
第五章 境外对现货与衍生品市场中操纵与内幕交易等行为的防范.....	51
5.1 合约设计角度.....	51
5.2 大额申报制度.....	52
5.3 限仓.....	53
5.4 到期日前的监管.....	55
5.5 紧急处分措施.....	55
5.6 现货与衍生品市场的跨市场信息分享.....	57
第六章 中国现货与衍生品市场的跨市场监管对策.....	60
6.1 法律法规层面.....	60
6.1.1 协调市场间的法令规定.....	60
6.1.2 及时查处并加重处罚.....	60
6.2 合约设计方面.....	61
6.3 日常监管方面.....	62
6.4 跨市场信息共享和联合监管.....	64
6.5 跨市场危机处理程序.....	65
参考文献.....	66
附录一：各国对价格操纵的惩罚.....	68

摘要

在中国证券和期货市场规范化的过程中，价格操纵是一个突出问题。在目前对价格操纵的法律认定和研究中，一般都是事后的。这种事后研究和认定不能改变价格操纵行为已经发生和已经给市场带来危害的事实。并且随着股指期货等金融衍生品逐步开始上市交易，市场越发复杂，监管更加困难，更为重要的是，发生在现货市场和衍生品市场的操纵更加难以发现，这种操纵对市场的危害性更大。因此研究现货和衍生品跨市场价格操纵早期可能发生的一些共同现象，并根据这些共同特征借鉴成熟市场的监管措施，防范可能存在的跨市场价格操纵行为，对于规范我国的金融市场具有重要的现实意义。

经过对全球主要金融市场的跨市场监管问题的研究。本文对于国内市场跨市场监管的主要建议是：

（1）法律法规层面

由于目前现货市场和衍生品市场一些法规还各自为政，为了对跨市场操纵进行监管，首先应该协调市场间的法令规定。同时，从以前国内发生的价格操纵案例看，处罚不及时并且处罚过轻，不能很好的打击价格操纵。因此，在金融市场交易越发复杂的情况下，及时查处并加重处罚对维护市场公正和效率显得非常重要。

另外，投资品种的衍生品出现后，会有投资者进行现货与衍生品之间的套利交易，因此建议监管部门在市场操纵的认定过程中，应该借鉴欧盟和德国在对市场操纵进行定义时使用的“可接受市场行为”、“市场失当”等概念，引入“理性交易”的概念，如果投资者能够证实其在多个市场的交易是合法的，其行为将不构成市场操纵，否则将抑制这部分投资者的投资需求。

（2）合约设计方面

合约的设计可以从源头上减少市场被操纵的可能性，其中，对于股指期货等衍生品而言，合理的合约权重设计可以增加操纵者的成本，降低或者使操纵不可能；另外，尽量鼓励使用现金交割也可以降低操纵者对价格的操纵意图。

（3）日常监管方面。

日常监管对及早发现跨市场间操纵十分重要，为了降低被操纵的可能性，建议监管部门从以下几个方面着手：采用适宜的保证金跟踪制度，增加操纵者的成本；促进重大信息公开和加强网上信息披露监管和优化，不给操纵者提供机会；操纵者要通过操纵盈利，一般来说都需要持有大头寸，因此，严密监控大额交易能够使监管者及时发现操纵者；最后，加强对将到期合约的监控和头寸限制制度也能够从抑制操纵者的操纵行为。

（4）跨市场信息共享和联合监管

目前我国各交易所和市场之间还缺乏跨市场信息互换合作机制，在股指期货正式交易前，建议管理机构制定相关合作机制，密切携手合作，规划建立资金流动、头寸状况等各项跨市场监管标准，以利于监管操纵与内幕交易等不法行为和市场的安全与稳定，从而促进证券和衍生品市场健全发展。同时，国际间合作对打击价格操纵也很有帮助。

（5）跨市场危机处理程序

跨市场危机处理主要包括两个方面的内容，一方面，当现货或者衍生品价格出现异常时，应该停止或暂停衍生品市场交易，甚至同时停止或暂停现货市场和相关衍生品市场交易，以减低市场风险，给投资者重新思考的机会。

另一个方面，当市场价格或交易量出现异常时，应该限制现货及相关衍生品的买卖数量，对于杠杆交易品种（包括现货），应该采取调整杠杆比例、限制会员头寸、变更交易时间、修改交割规则等手段对市场进行疏导，避免操纵出现。

关键词： 现货 衍生品 跨市场 操纵 监管

第一章 研究意义

证券交易所的基本功能是为资本市场参与者提供交易产品，使资本拥有者通过一系列产品将资金转交给资本使用者，这些产品包括基础产品，如股票、债券等，也包括各类衍生产品。金融衍生品市场具有避险、价格发现、吸引游资以及投资等多项经济功能，同时期货等衍生品的价格信息也可以为预测未来现货价格提供良好指标。交易所通过提供不同风险收益结构的产品增加市场占有率，扩大营运范畴，通过扩张产品线广度及深度，提升证券交易所对外的辐射力及影响力，展现国际竞争力。

近年来，随着金融混业管制政策的不断放松，向客户提供全方位、一站式服务已成为金融服务业的发展趋势，并推动了全球范围内的金融业购并浪潮。与这一趋势相一致，各国证券交易所也以“金融超市”为目标，通过产品创新为投资者提供多元化的金融产品和灵活的风险管理工具。

在这样的历史背景下，2006年4月，中国外汇交易中心与芝加哥期货交易所（CME）签署和作协议，外汇交易中心会员可以参与国际市场汇率和利率衍生产品交易；2006年9月金融期货交易所成立，中国金融衍生品市场已经迈出了关键性步伐；同时，国内多家证券、期货交易所宣称各自的技术系统可以支持期货、期权交易。

随着证券交易所推出越来越多的金融衍生品，衍生品市场和现货市场的联合监管问题也逐步显示出其重要性。

衍生品市场具有高风险、高技术性等特征，而且与现货市场息息相关，使得衍生品交易的违法和违规行为常常涉及现货市场，影响的层面很广，形态上也比现货市场更加复杂。因此，在衍生品市场建立后，为维持现货与期货市场的公平、公正与公开，防范现货市场与期货市场之间的联合操纵、内幕交易等自然成为重要的课题。由于我国金融衍生品市场还处于建设阶段，并没有真实的交易，没有相关的个案和法规直接参考，为避免闭门造车，本文参考全球主要金融市场对跨市场的监管政策和相关的跨市场操纵案例，希望在借鉴境外相关经验和实际案例基础上，了解其法律、法规和防范措施，希望能多我国衍生品市场和现货市场的联合监管，提出自己的建议和意见。

本课题研究共分为6章。除了本章研究意义以外，第二章内容是对境外主要市场的现货与衍生品市场防范操纵和内幕交易的法律法规进行梳理。第三章研究现货与期货市场联

合操纵和内幕交易等违规行为的形式与案例。第四章探讨个股衍生品的跨市场监管。第五章主要内容是境外对现货与衍生品市场中操纵与内幕交易等行为的防范。中国现货与衍生品市场的跨市场监管对策构成第六章的内容。附录中详细介绍了部分主要证券交易所对价格操纵的处罚。

第二章 境外主要市场的现货与衍生品市场

防范操纵和内幕交易的法律法规

2.1 主要金融市场防范操纵的法律法规

根据《新帕尔格雷夫货币与金融学辞典》的解释，金融市场操纵是指这样一些活动，其目标是通过利用能导致非自然（unnatural）市场价格的技术来改变金融证券的价格，常用的技术有虚假交易(wash sales)或散布虚假的市场价格。牛津英文词典定义操纵为：‘通过巧妙的方法控制或影响’，尤其是为了自己的利益不公正地或邪恶地对待’。

Easterbrook把期货市场上的垄断（monopoly）等同于操纵，并且认为这是一种特殊的欺骗。Fischel and Ross 认为：操纵是金融市场监管的最基本问题之一，但操纵无处不在，而对于操纵一词却没有令人满意的定义。Cherian和Jarrow(1995)^[1]认为，当个体（或群体）对股票的交易在某种程度上影响着股票价格使之对自己有利时，市场操纵就发生了。因此，操纵意味着存在某种影响市场价格的势力。针对价格操纵，美国 1934 年通过的《证券交易法案》描述到：‘法案的目的是：……清除因操纵或控制导致的本身应该完全由供需决定的公开市场证券交易，这也是证券交易的最初目的’。

根据我国 1993 年 8 月 15 日颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》，市场操纵指的是行为人（包括机构与个人）‘以获取利益或者减少损失为目的，利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场，制造证券市场假象，诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定，扰乱证券市场秩序’的行为。

国内学者唐洪敏（2005）^[2]、张保华、李晓斌（2005）^[3]、高基生（2005）^[4]、何基报（2005）^[5]、陈峰（2005）^[6]、马江河（2005）^[7]、蔡奕（2005）^[8]等对美国、欧盟、英国等国家或地区价格操纵监管从不同角度和侧面进行了研究。由于各国对价格操纵的定义、界定和相关法规处理也各有特色，下面按照地区分别介绍。

2.1.1 美国^[9]

（一）美国对于市场操纵认定的法律法规

直到 20 世纪的 20 年代美国才开始对市场操纵进行规范和立法。根据普通法，所有操纵行为都属市场欺诈，如对倒、虚假陈述、逼仓。联邦立法则始于 1933 年证券法和 1934 年的证券交易法。其中，34 年法更为重要，有许多条款规范操纵行为，且更为重要的是力图通过消除操纵以实现市场的充分披露。国会通过该法的 10（b）授权证监会对此类行为进行监管，证监会又制定了相应的规章。（规则 10b-1 到 21）

因此，美国对证券市场操纵行为的立法走过了一条从没有成文立法而由判例法调整到各州地方立法再到联邦立法的过程。

一、普通法

普通法最早的判例确立了证券价格操纵破坏了“自由而开放的市场”秩序，国家因此有权进行干预的原则。但美国早期的判例只是认定操纵市场价格有过错，或非法，但没有认定操纵行为破坏了“自由而开放的市场”秩序，国家因此有权进行干预。

对于受害投资者的民事赔偿请求，美国判例主要是适用普通法上的欺诈理论，即操纵者通过制造虚假的交易信息或散布虚假公司信息诱导他人参与交易。

二、州立法

为保证证券市场的健康发展，证券市场发达的纽约州认识到防止证券市场的欺诈行为不仅有利于保护私人利益，还有助于维护公众利益。为弥补判例法欺诈理论的缺陷，纽约州在 1931 年制定了所谓的“马丁法案”。该法案规定：对意在影响证券价格的虚假陈述行为，任何在证券市场买入证券的人都有诉权；如果证明虚假陈述存在，可以推定被告有引诱他人买入的故意；不转移所有权的交易行为可被视为虚假陈述。该法还规定州总检察官有权禁止以欺诈方式销售证券。其它州也颁布了适用于证券价格操纵的禁止虚假或误导性广告的立法。

三、联邦证券法和证券交易法

美国国会 1933 年制订的证券法和 1934 年证券交易法中规定了反操纵的条文。但国会并不是通过立法取代判例法的基本原则，而是对操纵给出更明确的界定，将所有的操纵行为纳入了欺诈范畴，并建立执法和防范机制。

规范操纵行为的主要条款包括：

1. 1933 年证券法 17（a）。

该法的主要内容是规定发行人在向公众发售证券前，必须通过证券注册披露其实质性信

息。但该法第 17 条 (a) 款规定禁止在证券销售中使用任何手段、计划、技巧进行欺诈；禁止通过虚假陈述、误导性陈述或重大遗漏获得资金或财产；禁止从事任何意在欺骗投资者的交易、行为或业务。该条款适用于所有证券销售行为，并被称为反欺诈的“祖父条款”。

2. 1934 年证券交易法第 9 条 (a) 款。

该条款适用范围包括投资者和证券交易所会员，交易所交易和柜台市场交易。

(1) 9 (a) (1)。本款禁止在交易所市场中进行所谓的对倒和对敲行为。

(2) 9 (a) (2)。本款的规定仅适用于在交易所挂牌上市的证券的交易，其目的是禁止“使用任何手段以欺骗公众相信证券交易行为(被操纵的)反映了真实的市场供求关系。该款是一个是证券交易法的核心。

(3) 9 (a) (4)。禁止在证券交易中以诱导他人买卖为目的做出虚假或误导性陈述。该规定与 10 (b) 和 15 (c) (1) 近似，但在适用范围上各有侧重。9 (a) (4) 适用于在交易所内的交易；10 (b) 适用于所有证券，包括场内和场外交易；15 (c) (1) 则仅适用于柜台市场上的经纪商和自营商的交易。

(4) 9 (a) (3) 和 9 (a) (5)。禁止进行操纵行为以吸引买卖盘。其主要目的是防止公众参与过分投机买卖，而不是保护投资者受到欺诈。

(5) 9 (a) (6)。规定所有的稳定、固定或锁定价格的行为必须符合证监会的规章制度。该款实际上是 9 (a) (2) 的例外。

3. 1934 年证券交易法第 10 条 (b) 款。

一九三四年证券交易法第十条第 (b) 项中禁止任何违反证监会规章的操纵或欺诈的手段。而证监会据此在证监会规则第 10 条第 (b-5) 项中规定‘在买进或卖出有价证券时，使用任何手段、方法或计划从事欺诈、对一重大事实作任何虚伪陈述或避免陈述重大事实……从事任何足以构成欺诈的行为、或商业活动者，均属非法’。

10 (b) 用来规范那些其它法规或条文没有明确禁止的违法行为。其目的是保证金融证券市场在一个自由和开放的市场环境下进行，防止出现过去的损害市场发展的各类操纵行为。由于 9 (a) 在字面上仅适用于交易所市场，在开始时 10 (b) 主要被用于规范柜台市场上的操纵行为。

4. 证监会规章制度 10 (b) (5)。

证券交易法的所有相关条款都含有对证监会的授权内容。证监会根据授权制定了有关的规则和规章。在处罚操纵行为中运用最多的还是规则 10 (b) (5)。当然其它规则也很重要，如 10 (b) (1)、10 (b) (3)、14e-1 等。

（二）美国关于市场操纵惩罚的法律法规

1. 美国商品交易法第六条第(b)项

如 CFTC 有理由认为任何人在任一特定商品交易市场上，或者办理未来交货的商品交易中，操纵或意图操纵，或已操纵或已意图操纵任何商品的市场价格，或依据本法向 CFTC 提出的任何登记申请书或报告中，故意就某一重大事实做不实或误导陈述，或故意隐瞒应该在该等文件中陈述的事实，或违反本法或 CFTC 依本法所颁布的任何规则、办法或命令的规定时，CFTC 应向该人进行指控。

2. 美国商品交易法第六条第(c)项

任何人在任一特定商品交易市场上，或者在办理未来交货的商品交易中；操纵或意图操纵，或已操纵或已意图操纵任何商品的市场价格，或已违反本法或 CFTC 任何规则、办法或命令的规定时，CFTC 在通知、听证及前(b)项的上诉程序后，有权指示该人停止上述行为。

3. 美国商品交易法第九条第(b)项

任何人操纵或意图操纵任何市场商品交易的价格，或在特定商品交易市场，或者交易未来交货商品的价格，或囤积或意图囤积任何商品，或明知而以信函或以电报、电话、无线电或其它通讯方式，传送可能影响商品价格的的市场消息或状况的错误或误导或明知不实的报导，应处五年以下有期徒刑，或科或并科美金五十万元以下罚金。

2.1.2 欧盟^[10]

（一）欧盟关于市场操纵认定的法律法规

欧盟关于市场操纵的定义主要可分为两个层次，一是框架性的原则规定，二是操作性较强的实施细则。在框架性规定方面，涉及的指令主要是 2003 年 1 月，由欧盟理事会和欧洲议会颁布的“市场失当指令”，即第 2003/6/EC 号指令。该指令第 1（2）条采用一般性描述和具体操纵行为相结合的定义方式，给出了市场操纵的原则性定义。

在实施细则方面，涉及的指令主要是 2003 年 12 月，由欧盟委员会颁布的，与“市场失当指令”配套的两个指令，即第 2003/124/EC 号指令 和第 2004/72/EC 号指令，以下分别简称为“认定指令”和“综合指令”。这两个指令分别对市场操纵的征兆（signal）和被许可的市场行为（accepted market practices）进行了规定，为监管机构的执法实践提供了操作性较强的指导意见。市场操纵的原则性定义主要集中在“市场失当指令”第 1（2）条，定义方式表现为一般性描述和具体操纵行为相结合的形式。首先，该条将市场操纵划分为三种类型，

并对每种类型的市场操纵采用一般性描述的方式进行定义；其次，列举了三种由定义衍生出的操纵行为，作为对定义的补充。此外，该条还规定，市场操纵的定义应当是可调整的，以确保市场操纵的定义能够适应市场环境的变化。

一、市场操纵的三种类型和具体的操纵行为

在市场操纵的三种类型中，前两种以交易或委托为表现形式，第三种以散布虚假信息为表现形式，具体如下：

第一种类型的市场操纵是指“给出或可能给出，关于金融工具供给、需求或价格的虚假或误导性信号”，或是“单独或合谋，将一个或多个金融工具的价格固定在一个非正常或虚假水平”的交易或委托。这种类型的市场操纵主要是指那些对金融工具的价格形成机制造成影响的行为。

第二种类型的市场操纵是指“使用虚假手段，或其它欺骗形式、或阴谋的交易或委托”。根据“认定指令”中的相关规定，这类操纵包括那些与散布虚假信息相关的交易或委托，或是与有偏见的研究报告相联系的交易或委托等。

第三种类型的市场操纵是指散布虚假信息，即“通过包括因特网在内的媒体，或以其它方式，散布那些给出或可能给出关于金融工具虚假或误导性征兆的信息，包括散布谣言以及虚假或误导性的消息。”

在对不同的市场操纵类型给出描述性定义后，“市场失当指令”第1（2）条列举了三种具体的操纵行为。这三种行为并不与市场操纵的三种类型一一对应，而是作为整体对市场操纵的定义做出进一步说明。具体行为如下：一是为了达到控制金融工具供给或需求的目的而采取的行为，该行为将直接或间接固定金融工具的价格，或产生其它不公平的交易条件；二是在收市时买卖金融工具，误导投资者根据收市价采取行动；三是通过媒体，对某种金融工具或金融工具发行人发表观点，随后利用发表的观点对金融工具价格所产生的影响获利，但与此同时，行为人并未向公众披露存在的利益冲突。

二、市场操纵的征兆

针对以交易或委托为表现形式的市场操纵类型，即第一种和第二种市场操纵类型，“认定指令”分别在第4条和第5条列举了操纵的征兆，并强调征兆应当是不可穷尽的。市场操纵征兆的提出可以看作是欧盟在市场操纵定义立法方面的一项创新，主要有以下两种类型：

1. 第一种类型市场操纵的征兆。

“认定指令”第4条共列举了七个征兆，具体包括：相关交易或委托在日交易量中所占的比重；具有显着头寸的个人所进行的交易或委托对价格的影响；金融工具受益权的变化；

短时期内投资者头寸发生逆转的程度；集中在短时间内完成并导致价格随后发生反转变化的程度；对委托簿的改变程度，包括撤单的行为；在某个特定时间或某个特定时间附近，交易或委托导致价格变化的程度等。

2. 第二种类型操纵行为的征兆。

“认定指令”第5条共列举了两个征兆，即相关交易或委托与行为人散布虚假或误导性信息在时间上是否相近；相关交易或委托与行为人进行的研究或发布的投资建议在时间上是否相近。

（二）欧盟关于市场操纵监控的法律法规

早在1977年，欧共体理事会就提出了《欧洲证券交易行为准则指令》的理事会建议，对包括操纵市场行为在内的各种市场不当行为提出了概括的监管机制建议。但在新形势下，在全欧盟范围内制定新的操纵市场行为监管框架已十分必要的课题。2001年5月30日，欧盟委员会向欧洲议会和欧洲理事会提出了《关于内幕交易和操纵市场（市场不当行为）的指令建议》（以下简称《指令建议》）。欧洲议会和欧盟理事会分别于2002年10月24日和2002年12月3日通过了该建议。2003年1月28日，欧盟正式发布了欧洲议会和欧盟理事会《关于内幕交易和操纵市场（市场不当行为）的指令》（Directive2003/6/EC）（以下简称《指令》）。此后，欧盟委员会又于2003年12月22日通过了该指令的第一批实施措施，其中有关操纵市场行为的有《关于内幕信息的定义及披露、操纵市场行为定义的欧盟委员会指令》（Commission Directive2003/124/EC）以及《关于豁免股份回购计划和安定操作行为的欧盟委员会规则》（Commission Regulation(EC)2273/2003）。

与欧盟以往在市场失当行为方面的立法相比，欧盟新的立法更加强调了建立有效的预防机制，而不再只是通过禁令的形式对市场失当行为进行监管。就反市场操纵而言，欧盟的预防措施也体现在三个方面：

首先，欧盟明确规定了市场参与者通报可疑交易的义务。第2003/6/EC号指令第6（9）条和第2004/39/EC号指令（新的投资服务指令）第43条分别规定了投资公司和信用机构等证券服务（中介）机构以及市场组织者通报可疑交易的义务。不仅如此，第2004/72/EC号指令第7条至第11条，对判断可疑交易的依据和方式，通报的受理机构、时间、内容、方式以及通报过程中的保密义务做了明确的规定，具有很强的可操作性，其中判断可疑交易的依据和方式不仅包括失当行为的定义，还包括相关行为的征兆。

其次，在严格信息披露的基础上建立安全港。按照第 2003/6/EC 号指令中的相关定义，在“回购”计划中交易自己的股份以及对金融工具实施“稳定操作”，都可能构成市场操纵。但是考虑到这两种行为具有合法的经济原因，因此，第 2003/6/EC 号指令指出，就行为自身而言，“回购计划”和“稳定操作”不应当被视为市场失当行为。第 2273/2003 号条例具体规定了“回购”计划的目的、发起条件、信息披露、交易条件以及稳定操作的时间条件、信息披露和通告、价格条件、进行辅助稳定（超额发售方案或绿鞋期权）的条件。

第三，对公平陈述投资建议及披露利益冲突的要求。由于第 2003/6/EC 号指令将散布虚假或误导性信息列为一种市场操纵，欧盟委员会针对投资建议的公平陈述和利益冲突的披露专门制定了第 2003/125/EC 号指令。具体要求包括：在推荐的提出和传播过程中，披露推荐提出者的身份、对公平陈述投资推荐的一般要求及对专业人士的附加义务、对披露利益和利益冲突的一般标准及对专业人士的附加义务等。

（三）欧盟关于市场操纵惩罚的法律法规

《指令》要求，成员国应当禁止任何人从事市场操纵行为；主管机关应当采用有关条款禁止和监控市场操纵，应当要求任何从事可能被合理地怀疑为操纵市场行为的交易者不迟延地通知主管机关等。

《指令》制定以前，处罚一般被认为是各成员国所保留的范围，欧盟并不予以进行统一。因此，针对操纵市场行为，有的国家可能处以较重的处罚，甚至包括刑事责任；有的国家的处罚就较轻；甚至在有的国家根本不予处罚，这就客观上造成了监管的不一致，并可能给操纵者选择成本交易的国家从事操纵行为。尽管处罚措施的完全统一是不可能的，《指令》仍然在这个方向上作出了一定的努力。《指令》指出，抛开各国在刑事处罚政策上的分歧，各成员国应当保证依照其国内法对违反《指令》执行措施的行为采取适当的行政措施并对责任人处以行政处罚，这些行政措施应当是有效、适当和劝诫的。也就是说，《指令》明确行政处罚是必须采取的。

《指令》在加强监管和处罚的同时，尊重基本权利并遵循欧盟基本权利宪章以及欧洲人权宪法的有关规定，对程序权利和基本权利给予了关注，这主要体现在：1、为了保证主管机关处罚的透明度，主管机关在作出措施或者处罚时应当向公众披露，除非披露会严重有损于金融市场或者给相关各方带来不适当的损害。2、成员国应当确保公平裁判的机会，对主管机关的决定不同意的，可以诉诸法院。

2.1.3 日本^[11]

(一) 日本关于市场操纵认定的法律法规

日本借鉴美国的立法经验,在其有关证券法律中禁止在¹有价证券买卖及其它交易中采取不正当手段、计划或技巧,或以引诱有价证券买卖及其它交易为目的而制造虚假行情等市场操纵行为。具体的法规主要由日本证券交易法与商品交易所法。

1. 日本《证券交易法》第一百五十九条规定,

任何人对于证券交易所上市的有价证券或柜台买卖的有价证券,不得有以下行为:

1. 致使他人误解以为某有价证券的市场交易十分活跃,或以致使他人误解有价证券交易状况为目的进行下列行为: I. 对有价证券不转移所有权而伪装进行买卖交易; II. 在自己出售有价证券时,与他人通谋以约定价格使其作购买该有价证券之行为; III. 在自己购买有价证券时,与他人通谋以约定价格使其作卖出该有价证券的行为; IV. 进行以上各款行为的委托或受托。

2. 以引诱他人买卖有价证券为目的而进行下列行为: I. 单独或与他人合谋,使之对有价证券产生买卖繁荣的误解,或行情将有变动而进行买卖交易,或者进行委托或受托的行为; II. 自己或与他人合谋,散布有价证券行情要有变动的流言; III. 进行有价证券买卖时,对主要事项故意制造虚假的或会产生误解的表示。

3. 任何人都不得单独或与他人共谋,违反政令规定,以固定或稳定有价证券行情为目的,在有价证券市场不断地进行买卖交易,或者委托或受托连续买卖。

2. 证券交易法第一百六十条

违反证券交易法第一百五十九条规定者,须负责赔偿交易或委托者所承受的损失。

3. 商品交易所法第八十八条

在商品市场中进行交易时,任何人不得有下列的行为:

(1) 进行不以上市商品所有权移转为目的的买卖交易。

(2) 进行虚假交易或使用假名进行交易。

(3) 与他人共谋,在自行委托交易时,使同谋人也委托能使交易成立的特定价格或约定价格。

(4) 单独或与他人共谋,进行一连串足使他人产生该商品市场交易繁荣错觉的交易,或进行一连串会使该商品市场行情发生重大变化的交易。

(5) 委托他人或接受他人委托,进行第一款至第三款 或前项中所列的行为。

(6) 散布流言，致使商品市场行情会因自己或他人的市场操纵而发生变化。

(7) 在商品市场进行交易时，故意对重要事项进行虚伪或会引起误解的表态。

4. 商品交易所法第一百五十二条

有下列各款之一行为的人，处三年以下有期徒刑或三百万日圆以下罚金或并科之：

(1) 在商品市场中进行交易或接受交易委托时，意图影响行情变动而散布谣言、施用诡计、采用暴力、或进行胁迫者。

(2) 违反第八条第一项或第八十八条者。

(3) 违反依据第一百四十三条第一项规定发布的命令者。

5. 金融期货交易法第四十四条

关于金融期货交易，任何人均不得有下列行为：

(1) 虚假的金融期货交易行为。

(2) 在自己做金融期货交易委托的同时，预先与他人同谋，约定由该人以同一价格或成交数额 使该金融期货交易成交后再行委托自己的金融期货交易。

(3) 单独或与他人共谋，以引诱金融期货交易为目的从事使人误以为该金融期货交易繁荣的连续金融期货交易，或使该金融期货交易行情变动的连续金融期货交易。

(4) 前三款所列行为的委托或受托。

(5) 以引诱金融期货交易为目的，散布该金融期货交易行情将按照自己或他人的市场操纵而变动的消息。

(二) 日本关于市场操纵惩罚的法律法规

日本《证券和交易法》的规定为：(1) 违反《证券和交易法》相关条款规定的市场操纵行为，将被处以不超过 500 万日圆的罚款，并处或者单处不超过 5 年的徒刑；(2) 如果以获取他人资金或其它财产为目的的市场操纵行为，将被处以不超过 3000 万日圆的罚款和/或不超过 5 年的徒刑。第 197 条规定对假装买卖等操纵市场行情的行为，可处 3 年以下有期徒刑或 300 万日元以下的罚金。

金融期货交易法第九十四条规定 有下列任一种行为的人，处三年以下拘役或三百万日圆以下的罚金或并科之：

(a) 为进行金融期货交易，使用伪计，或有暴行或威胁者。

(b) 违反第六条第一项或第四十四条规定者。

(c) 未经第五十六条的许可，而经营金融期货交易业者。

2.1.4 英国^[12]

(一) 英国关于市场操纵认定的法律规定

英国是普通法系国家，长期以来没有对市场操纵问题的成文法律规定，市场操纵问题有赖于法官对个案的自由裁量和审慎判断。为了辅助法官判断证券市场不当行为的构成，英国近年来颁布了一些法律和守则，其中与市场操纵问题有关的法律规范主要是 2000 年的《金融服务与市场法》以及 1998 年英国金融服务管理局（FSA）颁布的《市场滥用：市场行为守则》（以下简称守则）。

在英国，市场操纵行为被归入市场滥用行为之列，所谓市场滥用 (market abuse)，根据 2000 年《金融服务与市场法》第 118 条的规定，是指由一人单独或多人串通或合谋进行的扰乱市场秩序的行为，具体应符合以下条件：

- (1) 发生于特定市场中的失格投资交易行为；
- (2) 行为是基于不为市场所公知的信息而作出，该信息的知悉与否足以影响正常投资者的投资决策；
- (3) 该行为可能使正常投资者产生关于投资品种供给状况、价格或价值的错误或误导；
- (4) 正常投资者认为或可能认为该行为是扰乱市场秩序的行为；
- (5) 该行为可能对市场上正常投资者的投资决策造成不利影响。

其中第 2、3、4 项条件只要符合一项即可。“正常投资者”是指在特定市场上有规律地参与相关投资交易的理性正常投资者。

英国关于市场操纵认定及其类型的规定，较为集中地体现在 1998 年守则中，守则适用于伦敦国际石油交易所、伦敦国际金融期货期权交易所、伦敦金属交易所、伦敦证券和衍生证券交易所、伦敦股票交易所等交易场所。守则第二部分对市场操纵行为 (market manipulation) 作了较为详尽的规定，将市场操纵行为大别为三类：拟制交易、价格操纵和不恰当传播信息。

一、拟制交易 (artificial transaction)

守则认为，投资者的交易决策容易受到公开的交易数据的影响，当投资者确信交易是因为某一原因或以某一方式进行时，他可能会因此而参与交易，但实际上交易的数据可能被市场操纵行为所扭曲，从而对投资者造成误导。

典型的拟制交易是没有实质利益变化的交易 (transactions involving no change of

interest) 由于难以判定一个市场主体参与市场交易的目的, 究竟是为了误导投资者还是真实的投资行为, 因此守则只能提供一些拟制的方法来参酌认定是否构成市场操纵行为。

二、价格操纵 (price manipulation)

广义的价格操纵包括挤榨 (squeeze) 和狭义的价格操纵。

1. 挤榨

挤榨一般是利用当事人对交易所所统计交易量的依赖而进行的, 即在某种证券短缺时, 故意控制其需求, 并利用市场的拥挤制造虚假价格。

2. 狭义价格操纵。

狭义的价格操纵行为在市场上是很普遍的, 为了避免投资损失, 许多投资者都会采取各种措施力图使价格维系在一定水平上。

完全禁止价格操纵行为会使市场定价机制失去意义, 也是不可能实行的, 因此 FSA 在《守则》草案中采取了折衷的做法。《守则》只是禁止投资者将证券价格维系在专断 (arbitrary) 和不正常 (abnormal) 的水平上。

三、不恰当传播信息

不恰当传播信息是指不法行为人通过散播不准确的或误导性信息, 来干扰市场价格的走势, 影响投资者的投资判断。守则将“不恰当传播信息”列入市场操纵行为规制的动因并不在于规范信息披露和传播途径, 而是惩戒利用“不恰当传播信息”的手段进行市场操纵的行为。

(二) 英国关于市场操纵监管的法律法规

在 1998 年 6 月 1 日之前, 英国金融业实行的是分业监管体制, 在金融证券法领域主要有 9 家具体监管机构, 分别是英格兰银行的审慎监管司 (SSBE)、证券与投资管理局 (SIB)、私人投资监管局 (PIA)、投资监管局 (IMRO)、证券与期货管理局 (SFA)、房屋协会委员会 (BSC)、财政部保险业董事会 (IDT)、互助会委员会 (FSC) 和友好协会注册局 (RFS)。这些机构对金融业进行指导和约束所依据的法规主要有: (1) 《1979 年信用协会法》; (2) 《1982 年保险公司法》; (3) 《1986 年金融服务法》; (4) 《1986 年建筑协会法》; (5) 《1987 年银行法》; (6) 《1992 年友好协会法》。英国的贸易工业部则从公司法层面对违反公司法的金融机构进行监管。

具体到市场操纵行为而言, 在 1998 年之前, 根据 1986 年《金融服务法》的规定, 证券与投资管理局有权对证券业务和大部分的投资活动行使监管权, 是证券市场的日常监管机构, 但实践中证券与投资管理局将大多数监管权授予私人投资监管局 (PIA)、投资监管局

(IMRO)、证券与期货管理局(SFA)等自律机构行使。贸易工业部虽然也有权参与对证券市场违法行为的监察与管理,但其介入的角度不同,它主要是从违反《公司法》的角度对内幕交易、操纵市场、欺诈等证券违法行为进行调查和处理。

1998年之后,英国金融服务管理局(FSA)成立,将上述除英格兰银行外的8个监管机构合为一体,全面整合了原先各机构的监管权限。FSA成为英国金融行业唯一的监管机构,2000年颁布的《金融服务与市场法》则进一步强化了FSA作为“超级金融监管机构”的权能。根据《金融服务与市场法》的规定,FSA的职能主要包括:(1)保持公众对英国金融系统和金融市场的信心;(2)向公众宣传,使公众能够了解金融系统及与特殊金融产品相连的利益和风险;(3)确保为消费者提供必要的保护;(4)为发现和阻止金融犯罪提供帮助。FSA作为英国唯一独立行使金融监管权的执法机构,拥有制定金融监管法规、颁布与实施金融行业准则、给予被监管者以指引和建议以及制定金融监管的一般政策和准则的职能。

在相当长的一段历史时期内,英国金融监管采用的是“自我管理”的方式,1986年《金融服务法》颁布之后,英国逐渐运用法制手段对证券违法行为进行较为严厉的监管和处罚,2000年《金融服务与市场法》的颁布明确了FSA作为法定专门机构对市场滥用案件的执法和惩处权,而且对调查、审裁和复议程序作了缜密的规定,使英国对市场操纵行为的监管逐渐走上法制化、规范化的轨道。

(三) 英国关于市场操纵惩罚的法律法规

1. 当违反法定义务的市场操纵行为发生时,FSA有权对责任人施予如下民事制裁:

- (1). 责令其返还违法所得利益或所试图避免的损失;
- (2). 恢复原状或赔偿可识别受害者因不当行为遭受的损失;
- (3). 施予罚款以震慑此类违法行为;
- (4). 补偿FSA用以调查案件所花费的费用。

在发出制裁决定通知之前,FSA必须先向相对人发出“警示通知”(warning notice),载明拟施加制裁的性质和数量。英国市场操纵审裁程序中的“警示通知”是一项强制性措施,根据《金融服务与市场法》第126条的规定,只要监管机构打算对相对人采取制裁措施,就必须发布警示通知,并且英国的“警示通知”只是一项中间措施,其之后往往伴随着正式的决定通知(decision notice),警示通知的目的不仅仅是警告,更重要的是公示监管机构拟对相对人采取的制裁及其程度

2. 从刑事处罚上看，最高可判 7 年的监禁。

3. 英国针对市场操纵的违法行为有三类强制令：

(1). 责令停止违法行为。《金融服务与市场法》第 381 条规定，经监管机构或国务大臣的申请，法院可以对相关人员的下列行为发布强制令：(1) 当事人涉嫌从事市场滥用行为；(2) 当事人正在从事或已完成市场滥用行为，并可能继续或重复其违法行为。

(2). 责令采取补救行为。当当事人违反法律从事市场滥用行为，并存在可以补偿其违法造成损害的措施时，经监管机构或国务大臣申请，法院可以颁发命令要求当事人采取弥补其违法损失的措施，这些措施包括试图减轻受害者损害的措施。

(3). 限制处分资产的命令。为了防止涉案人员转移资产，逃避法定义务，经监管机构或国务大臣申请，法院可以颁布命令限制涉嫌从事市场滥用行为的当事人处置其资产。

4. 市场操纵案件的恢复原状令

对于经过特许从事金融证券等受管制活动的被授权人 (authorized person)，FSA 有权直接施予恢复原状命令，而毋需通过法院发布。

2.1.5 澳大利亚^[13]

(一) 澳大利亚关于市场操纵认定的法律法规

澳大利亚对市场操纵的认定主要依据联邦《公司法》。澳大利亚 2001 年联邦《公司法》不仅对公司的设立、登记、股份、运作、财务报告、撤销、合并、信息披露等做出详细规定，而且对金融服务和金融市场的有关事项做出规定，其涵盖的内容相当于我国的《公司法》和《证券法》。

从法律层面看，澳大利亚未对广义市场操纵行为做出统一定义，而是以列举的方式列示市场不当行为的类型，并将狭义市场操纵行为作为市场不当行为的一种。2001 年联邦《公司法》第 7.10 部分对各种市场不当行为和其它禁止行为做出明确规定。

根据联邦《公司法》，广义的市场操纵行为包括：

(1) 市场操纵 (1041A 款)。个人不得直接或间接地参与或从事已产生或可能产生人为制造交易价格或人为维持交易价格的交易。

(2) 虚假交易和市场传导—制造虚假或误导性交易活跃的表象 (1041B 款)。个人不得有意或无意地有不转移证券实质所有权，且已产生或可能产生虚假或误导性交易活跃表象的

行动。

(3) 虚假交易和市场传导一人为维持交易价格 (1041C 款)。个人不得参与或从事将导致人为维持证券价格、拉抬价格、打压价格, 或价格波动的虚假或人为制造的交易或设计。

(4) 传播不法交易的信息 (1041D 款)。个人不得自己传播或散布, 或卷入传播或散布那些由于违反《公司法》1041A 款、1041B 款、1041C 款、1041E 款、1041F 款的规定而导致的价格上涨、下跌或维持的信息。

(5) 虚假或误导性陈述 (1041E 款)。个人不得制造或传播虚假或误导性信息, 这些信息将诱导投资者做出投资决策, 或对股价的上涨、下跌、维持产生影响。

(6) 引诱他人交易 (1041F 款)。个人不得以下述方式引诱他人交易: ①通过制造或发布当事人所知的误导、虚假或欺诈性的陈述、承诺或预测; ②通过不诚实地隐瞒重大事项; ③通过记录或存储当事人所知的重大虚假或误导性信息。

(7) 不诚实行为 (1041G 款)。个人不得在金融服务中, 有与金融产品或金融服务有关的不诚实行为。

(8) 误导或欺骗性的行为 (仅负民事责任) (1041H 款)。个人不得在金融产品或金融服务中, 有误导性或欺骗性或可能导致误导性或欺骗性的行为。

归纳起来, 联邦《公司法》将市场不当行为分为三类: 一类是交易操纵类, 包括 1041A 款、1041B 款、1041C 款; 一类是虚假陈述类, 包括 1041D 款、1041E 款; 一类是欺诈行为类, 包括 1041F 款、1041G 款、1041H 款。

在澳大利亚, 对操纵行为构成的判断没有诸如“政策声明”和“操作指引”之类的文件可供参考, 主要是通过通过对法律条款的解读, 抽象出市场操纵行为的构成要素。

例如, 对于狭义的市场操纵行为的界定, 根据联邦《公司法》1041A 款, 操纵行为需要具备以下要素:

(1) 个人直接、间接参与或从事了一笔交易, 或一系列交易;

(2) 上述交易在金融市场的金融产品中已产生或可能产生人为制造的交易价格或人为维持的交易价格。

(二) 澳大利亚对市场操纵监管的法律法规

澳大利亚在二十世纪前长期是英国的殖民地, 其法律基本适用英国法, 1978 年澳大利亚实施公司法领域全国合作计划, 其结果产生了 1980《证券产业法》、《期货产业法》以及

1981 年的《公司法》，并促成 1981 年全国公司证券委员会（NCSC）的成立。1989 年澳大利亚出台了两部重要且相互关联的法律——联邦《公司法》和《澳大利亚证券委员会法》。（2001 年，澳大利亚颁布新的联邦《公司法》（Corporations Act）和《澳大利亚证券与投资委员会法》（Australian Securities and Investments Commission Act），取代 1989 年联邦《公司法》（Corporations Act）和《澳大利亚证券委员会法》（Australian Securities Commission Act））。

按照这两部法律，1990 年成立了全新的澳大利亚证券委员会。联邦《公司法》是真正意义上的单一联邦法，它取代了各州的公司法，成为全国范围内遵守的法律。《公司法》不仅对公司事务做出规定，而且对金融市场和金融服务有关事项做出规定，成为证券业的根本大法。其次，《澳大利亚证券委员会法》的颁布，从法律上明确了澳大利亚证券委员会的设立、职能、运作等事项，强化了澳大利亚证券委员会监管的权威性。。

目前，澳大利亚对证券业实行的是以全国性的证券与投资委员会的集中监管与证券交易所的自律管理相结合的双重体制。总体上看，澳大利亚证券与投资委员会（简称 ASIC）主要负责在联邦法律《公司法》层面上对证券市场进行监管，而澳大利亚证券交易所（简称澳交所）则主要在交易所的规则层面上对证券市场进行自律监管，澳交所一线监管的重点是检查上市主体是否遵守《上市规则》、市场参与主体是否遵守《商业规则》和《期货商业规则》。

（三）澳大利亚对市场操纵处罚的法律法规

澳大利亚对市场操纵案件的调查主要由 ASIC 执法分部负责。ASIC 的执法中，调查和处理案件主要依照 2001 年《澳大利亚证券与投资委员会法》（ASIC 法）和联邦《公司法》进行。

ASIC 执法分部完成涉嫌市场操纵等不当行为案件的调查后，将证据摘要准备好并传递给 ASIC 的代表委员会（ASIC Delegate）。代表委员会进行初步判断，根据案件的严重程度，分别考虑采取不同处罚措施，ASIC 可采取的处罚措施包括刑事诉讼、民事罚款、民事诉讼、行政处罚、可执行的承诺、其它措施。

1. 刑事诉讼

对于严重违反法律的情况且证据较为充分时，ASIC 考虑使用刑事诉讼。ASIC 的刑事诉讼主要通过联邦公共起诉官（DPP）进行，ASIC 也可以直接起诉较轻的违法行为，但 ASIC 通常都是通过联邦公共起诉官（DPP）进行刑事诉讼。

违反《公司法》1041A 款、1041B 款、1041C 款、1041D 款、1041E 款、1041F 款、1041G 款的规定都是犯罪行为，需要负刑事责任，在违反 1041A 款—1041G 款的规定同时违反了《公司法》1311 款的规定。《公司法》1311 款是一般性的条款，它规定个人从事了《公司法》禁止的行为，或不履行《公司法》要求履行的责任，都是违法行为，都要负刑事责任。

刑事诉讼由州最高法院审理，法官负责裁决案件并处以相应处罚，处罚的主要形式是罚金和监禁，最高可达五年。

2. 民事罚款。

根据联邦《公司法》1317J 款，ASIC 可以申请宣布有关行为触发民事罚款规定。《公司法》1317E 款规定了哪些行为将处以民事罚款，包括 1041A 款（市场操纵），1041B 款和 1041C 款（虚假交易和市场传导），1041D 款（传播不法交易的信息），以及 1043A 款（内幕交易）。

如果有关行为违反了法律，法庭可以颁布最高 200,000 澳元的罚款令和补偿令。

3. 民事诉讼。

民事诉讼包括民事罚款、禁令救济、改正行动和补偿行动。有时对涉嫌刑事犯罪的调查还在进行时，ASIC 就会寻求民事诉讼，违反 1041E 款、1041F 款、1041G 款、1041H 款也可能导致民事责任。

ASIC 可以介入民事程序，也可以代表受害者申请因他人不遵守有关条款而遭受的受害补偿申请。

为制止违反联邦《公司法》的行为或强迫遵守《公司法》，ASIC 可以申请禁令救济。法庭有权颁布禁令，制止个人的特定行为，或要求个人必须如何行动。法庭还可以在颁布禁令之外，冻结交易收益并予以公布，命令个人向他人补偿损失，或用后者替代前者。

4. 行政处罚。

ASIC 的代表委员会收到执法分部的调查结果，并考虑证据和当事人提交的其它意见或证据，如果代表委员会认为只需要行政处罚，则会举行听证会，并要求当事人出席听证会。经过听证，代表委员会就案件做出处理，并可能对当事人采取下列行政处罚措施：

- (1) 停止董事、财务顾问或经纪人资格；
- (2) 暂停或取消澳大利亚金融服务牌照。

5. 可执行的承诺。

可执行的承诺指向 ASIC 提交的、被 ASIC 接受的，且法庭可执行的承诺。实际上，可执行的承诺是涉嫌违反法律的当事人向 ASIC 保证采取改正措施或对受害人进行补偿等的一种承诺。ASIC 通常将其作为替代民事或行政处罚的另一种处理方式。ASIC 在以下情况下接受承诺：

- (1) 《ASIC 法》93AA 款规定的有关 ASIC 的职能和权力管辖范围内的承诺；或
- (2) 承诺来自注册计划的责任主体，承诺与注册计划的事项有关，且属于《ASIC 法》93A 款规定的 ASIC 职能和权力管辖范围。2001 年，澳大利亚颁布新的联邦《公司法》（Corporations Act）和《澳大利亚证券与投资委员会法》（Australian Securities and Investments Commission Act），取代 1989 年联邦《公司法》（Corporations Act）和《澳大利亚证券委员会法》（Australian Securities Commission Act）。

2.1.6 德国^[14]

（一）德国对于市场操纵认定的法律法规

在德国行政法上，市场操纵是违反秩序的行为。某一行为构成《违反秩序法》意义上的市场操纵，必须具有构成要件该当性、违法性和有责性。

1. 符合市场操纵禁令构成要件行为的事实。

主要包括适用范围的事实、主观要件的事实和客观要件的事实。

（1）适用范围的事实。市场操纵禁令适用范围的事实包括交易对象、交易类型、交易地域和交易主体。首先是交易对象，根据《有价证券交易法》第 20a 条的规定，德国市场操纵禁令所调整的交易对象为金融工具，包括有价证券、货币市场工具、衍生工具、认购权、商品以及外国支付手段。其次是交易类型，不仅包括交易所内的交易而且包括交易所外的市场交易，即包括官方市场交易、调节市场交易和自由交易板交易以及交易所外的市场交易。第三是交易地域，不仅包括德国国内的交易所和市场，而且包括任何一个欧盟成员国有组织的市场，此外，地域范围还延伸到任何一个欧洲经济区协定缔约国有组织的市场。第四是行为主体，包括自然人、法人和组织。任何具有权利能力和法定行为能力的自然人，都可以作为违反秩序行为的主体；法人和组织也可以成为违反秩序行为的主体。《违法秩序法》第 30 条规定，如果行为人是法人的代表机构成员、无权利能力组织的董事会成员、法人或无权利能力组织的全权代表或负责人，从事违法秩序行为，致使法人或组织违反应尽的义务或致使法人或组织获得利益，则可对法人或组织处以罚款。

（2）客观要件的事实。

主要包括行为、行为状况、行为的结果、因果关系等方面的事实。但新的市场操纵禁令不再将行为的结果作为市场操纵行为的构成要件要素，行为人只要实施了《有价证券交易法》

第 20a 条所禁止的行为，就构成市场操纵的客观要件的充足条件。

(3) 主观要件的事实。

主观要件是指行为人对其所实施的行为引起价格或行情波动所持的心理状态。从《有价证券交易法》第 20a 条的规定来看，过失未列为事实构成，因此，过失不是市场操纵构成要件的要素。《有价证券交易法》第 20a 条放弃了原《交易所法》第 88 条对主观方面的目的要求，因此，市场操纵不再是目的犯。《有价证券交易法》市场操纵禁令没有明文规定故意（高位阶故意）为主观要件要素。

2. 违法性事实

违法性是指从法律规范的整体价值观上对该当构成要件行为进行评价、判断，将法律精神所容忍和许可的行为排除出去，如果不存在法律规定的违法性排除事由，即可推定其同时具有违法性。德国《有价证券交易法》第 20a 条市场操纵禁令和《交易所行情及市场价格操纵禁令的细化条例》规定的排除违法性事由有：稳定措施；超额配售期权和绿鞋协议；股票回购；新闻工作者履行职责的行为。如果行为人具有上述违法性排除事由，则可排除其行为具有违法性。

3. 有责性事实

有责性是对具备构成要件的行为进行违法性审查后，针对行为人本身作出是否应承担法律责任的罪责判断，是犯罪或违反秩序行为成立的第三个条件。

(二) 德国对于市场操纵惩罚的法律法规

对市场操纵的处罚由于适用《违反秩序法》的罚款程序，因此，准用刑事诉讼程序的证明方法。在德国行政法上，市场操纵是违反秩序的行为。《行政程序法》第 2 条第 2 款规定，对违反秩序行为的处罚不适用该法。对市场操纵行为进行证明和处罚时，适用《违反秩序法》，但在启动《违反秩序法》的罚款程序前，联邦金监局针对市场操纵行为所采取的措施，诸如监控和调查等，不适用《违反秩序法》，而是适用《行政程序法》。

根据《违反秩序法》第 46 条第 1 款规定，罚款程序原则上可以适用刑事程序的普通法的规定，如《刑事诉讼法》的规定。《违反秩序法》可以视为“简易刑法”。市场操纵的审裁程序基本上可以参照刑事诉讼程序执行。联邦金监局对市场操纵行为进行证明时，须实行职权原则、客观性原则和职权机关承担证明责任原则。

在《违反秩序法》层面，行为人只要实施了市场操纵禁令所禁止的行为，即使没有对行

情引起实际影响，也符合市场操纵违反秩序的客观要件。但在刑法层面，行为人仅有市场操纵禁令所禁止的行为事实还不够，还必须要有对行情造成影响的实际结果，才能构成客观要件的充足条件。市场操纵犯罪是“结果犯”。因此，对行情是否造成实际影响，是市场操纵犯罪与违反秩序行为的区分标准之一。

根据《违反秩序法》第 10 条规定，只有故意从事违反秩序行为，才受违法的处罚；但法律规定过失须承担责任者，不在此限。

法制国家程序原则是德国诉讼程序和行政程序的基本原则。德国联邦金监局在对违反秩序的市场操纵行为进行审裁时，必须按照《违反秩序法》第 35 条及其以下条款规定的罚款程序裁定市场操纵案件操纵者面临最高 3 年的监禁或者罚款。

2.1.7 中国香港^[15]

（一）中国香港关于市场操纵认定的法律法规

香港对于市场操纵行为的法律界定主要体现在《证券条例》和《保障投资者条例》的有关条款之中。

1. 香港《证券条例》第 135 条“防止不正当交易行为”中规定：I. 任何人不得蓄意造成或致使造成，或作出任何事情蓄意造成：(a) 联合交易所上任何证券交易活跃的虚假或属误导性的表象；或(b)就联合交易所上任何证券的虚假市场；II. 就第 I (b)款而言，当任何证券的市场价格藉以下方法被推高、压低、固定或稳定时，即就该等证券造成虚假市场：(a) 由某些人合力互相进行出售及购买，目的是确保该等证券达到某市场价格，但该市场价格就发行该等证券的法团的资产或该法团的利润(包括预期利润)而言是并无充分理由支持；(b) 具有阻止或限制为证券的购买或出售而自由商议市场价格的作用的任何作为；或(c) 使用任何虚构的交易或手段或任何其它形式的欺骗或诡计；III. 任何人不得为蓄意压低、推高任何证券的市场价格或引致该等证券的市场价格波动，而达成不涉及任何该等证券的实益拥有权转变的该等证券的购买或出售；IV. 在购买或出售证券前已持有该等证券的权益的人，或就该等证券而言属与该人有联系的人，如在购买或出售后仍持有该等证券的权益，则该等证券的购买或出售即属第(3)款所指不涉及实益拥有权转变；V. 任何人不得流传或散播、或授权或涉及流传或散播任何意思是表示由于一人或多于一人的市场活动，任何证券的价格会或相当可能会升或跌的陈述或资料，而据他所知，该等市场活动是违反第(1)款而进行的。

2. 香港《证券条例》第 136 条“使用欺诈或欺骗手段等”中规定：任何人不得就其与任何其它人进行涉及购买、出售或交换证券的任何交易而直接或间接作出与该等交易相关的以下事项：I. 使用任何手段、计划或计谋去诈骗其它人；或 II. 从事任何对其它人具有欺诈或欺骗效力或相当可能具有欺诈或欺骗效力的作为、手法或业务过程；

3. 香港《证券条例》第 137 条“对固定证券价格等的限制”中规定：任何人不得独自或与另一人或多于一人的其它人，在违反为施行本条而订立的监察委员会规则的情况下，达成购买或出售证券的任何一系列交易，或达成购买及出售任何证券的任何一系列交易，以固定或稳定该等证券所属类别的证券的价格。

4. 香港《证券条例》第 138 条“关于证券的虚假或属误导性的陈述”中规定，任何人不得为诱使他人出售任何证券，而就该等证券的运作，或就该公司过去或将来的表现，直接或间接作出：I. 任何陈述，而该陈述在其作出之时和鉴于其作出时的情况，就任何关键性事实而言，属于虚假或属误导性的，而他知道或有合理理由相信是虚假或属误导性的；或 II. 任何陈述，而该陈述由于某项关键性事实被遗漏而成为虚假或属误导性，而他知道或有合理理由知道该陈述因该项事实被遗漏而成为虚假或属误导性。

5. 《保障投资者条例》第 3 条“欺诈地或不顾后果诱使他人投资金钱的罪行”中规定：任何人通过有欺诈成分或不顾后果的失实陈述，诱使另一人：(a) 订立或提议订立任何协议，而(i) 该协议是为了或旨在获取、处置、认购或包销证券；或(ii) 该协议的目的或作用，或佯称目的或作用，是确保协议的任何一方从证券的收益中或藉参照证券或不属证券的财产的价值波动中获得利润；或(b) 参与或提议参与任何关乎不属证券的财产的投资安排，即属犯罪。

(二) 中国香港关于市场操纵惩罚的法律法规

香港有关法律规定为：(1) 违反《证券条例》第 135 条和第 138 条的行为将构成刑事犯罪，将被处以不超过 50000 元和 2 年的徒刑；(2) 根据《上市规则》(Statutory Listing Rules) 第 9 条的规定，香港证监会会有权暂停香港交易所某只证券的交易。不过实践中香港证监会很少采用这种手段，大部分上市公司往往在香港证监会或香港交易所的劝说下，会主动申请暂停交易；(3) 违反香港交易所规则第 545 条的会员，香港交易所将会对该会员处以包括暂停其会员资格注册在内的纪律处分。

香港证券条例规定，对操纵证券市场行情的行为，经公诉程序可以处罚金 5 万港元及监

禁 2 年。除应负刑事责任外，还应向有关受到损害的人员支付损害赔偿金。

2.1.8 中国台湾^[16]

（一）中国台湾关于市场操纵认定的法律法规

1. 台湾对于禁止证券操纵的法令规定主要是证券交易法第 155 条，其禁止规定包括：在集中交易市场报价，承诺接受而不实际成交或不履行交割，对市场秩序造成影响者；在集中交易市场，不转移证券所有权而伪作买卖者；

意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券的交易价格，与他人通谋，以约定价格在自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售的相对行为者；

意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券的交易价格，自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出者；

意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者；

直接或间接从事其它影响集中交易市场某种有价证券交易价格的操纵行为者；

综合上述各项规定，可归纳出台湾对于证券操纵行为的界定包括违约交割、冲洗交易、共谋买卖、炒作价格、散布流言或不实数据等行为。

2. 期货操纵行为的界定及禁止的法令 由于期货市场涉及的操纵行为不只是期货市场本身，现货市场的运作也可能直接或间接影响期货市场价格，甚至出现期货与现货配合炒作的行为。因此期货交易可能涉及操纵因素比现货证券市场复杂。

（二）中国台湾关于市场操纵监管的法律法规

依照台湾（证券交易法），设立了具有准立法和准司法职能的独立机构的证券管理委员会。台湾参考美国商品交易法、新加坡期货交易法以及台湾证券交易法第一百五十五条第一项的立法精神，在期货交易法第 106 条、第 108 条明订禁止证券操纵的规定：

依期货交易法第 106 条规定，对于期货交易，不得意图影响期货交易价格而为下列行为之一：

1. 自行或与他人共谋、连续提高、维持或压低期货或其相关现货交易价格者
2. 自行或与他人共谋、提高、维持或降低期货部位或其相关现货的供需者
3. 自行或与他人共谋、传述或散布不实信息者

4. 直接或间接影响期货或其相关现货的交易价格的操纵行为者

期货交易法中所指的操纵行为，包括人为控制期货交易价格（包括提高、维持或压低价格），迫使期货交易价格背离市场自然供需所应形成的价格；人为控制期货部位或其相对现货交易供需的操纵行为（如囤积，轧空，以支配或破坏现货供给面），传述或散布不实信息；以及其它直接或间接影响期货或其相关现货的交易价格的操纵行为者。

除期货交易法第 106 条外，操纵行为也包括期货交易法第 108 条中规定的对作、虚伪、诈欺、隐匿或其它足以使期货交易人或第三人误信的行为。

（三）中国台湾关于市场操纵惩罚的法律法规

台湾 1988 年修订的（证券交易法）明确规定：凡有违反者，必须承担法律责任，对行为人处以 7 年以下有期徒刑或拘役，或处 25 万元以下的罚款，以此来保护投资者的利益，维持证券交易公正合理地行。

2.2 防范内幕交易的法律法规

2.2.1 美国^[9]

（一）关于内幕的法律法规

美国对内幕交易的认定，经历了一个复杂的过程，并没有一贯的统一标准，不同时期形成的不同的主流理论，是在普通法的基础上，执法部门提议，被告抗辩，司法部门审裁，在互动中逐步演进，有时激进，有时保守，有时倒退，个案常常受偶然因素的影响，但总的方向是满足市场规范的需要。美国的内幕交易法，是以普通法为根基，以执法和司法体制为环境发展起来的，很难讲与成文法怎么写有多大的关系，主要以 1934 年证券交易法第十条第 (b) 项以及证监会规则第十条第 (b-5) 项的‘反诈欺’条款，作为规范证券内幕交易的依据。而以美国商品交易法第九条第 (d) 项及第 (e) 项，规范期货内幕交易。另于 1992 年修正期货交易执行法，扩大内幕交易的适用范围。

1. 美国 1934 年证券交易法第十条第 (b) 项 任何人不得直接或间接利用任何工具，或州际通商的工具，或以邮件，或以任何全国性证券交易所的设备，以违反证监会为维护公共利益或保护投资人所制定的规则，以诈欺等操纵方式，买卖上市或非上市证券。

2. 美国证监会规则第十条第(b-5)项 任何人不得直接或间接利用任何工具,或州际通商工具,或以邮件,或以任何全国性证券交易所的设备,在买卖过程中从事:

(1)使用任何方法、计划或技巧的诈欺行为

(2)对重要事实做不实的表示,或对必要的重要事实故意遗漏或误导,致使他人误信。

(3)为任何行为、业务或商业活动,足以对他人产生诈欺行为。

3. 美国商品交易法第九条第(d)项规定任何 CFTC 的委员或其员工或代理人不得直接或间接参与任何期货交易,或任何具期货性质的交易,或使用未公开消息。

4. 美国商品交易法第九条第(e)项,任何人不得为下列行为:

(1)任何 CFTC 的委员或其员工或代理人,由于雇佣或职务上的原因,获知影响或可能影响任何期货或商品价格,且尚未公开的消息,并以直接或间接协助他人参与任何期货交易,或任何具期货性质的交易,或……。

(2)任何人自任何 CFTC 的委员或其员工或代理人,获知尚未公开的消息,并将该消息使用于任何期货交易,或任何具期货性质的交易,或……。

5. 1992 年修正期货交易执行法,1992 年期货交易执行法修正重点涵盖两大部分,一为扩大内幕交易适用的对象,另一则为授权商品期货交易委员会另订相关法令规范内幕交易。有关扩大内幕交易适用对象方面,增订于商品交易法第九条(f)项,禁止交易市场以及已登记期货组织的任一委员会会员、执行委员会会员或受雇人,违反该等人员履行职务上的义务,而以其职务上所获取的未公开的重要消息,故意进行交易或泄漏该消息,该交易包括以其自有账户或为他人进行交易。而在授权商品期货交易委员会另订相关法令规范内幕交易方面,美国商品期货交易委员会依 1992 年期货交易执行法的授权订定命令,提出规章 1.59 的修正案,其主要重点为:禁止自律组织委员会会员或董事会成员或受雇人违反其职务上的义务,利用未公开消息进行商品交易或泄漏该等消息;要求自律组织订定规章规范接受消息者;自律组织受雇行为规范;修正关联交易所(linked exchange)的定义;修正重要消息的定义等。

(二) 关于内幕交易惩罚的法律法规

1. 美国商品交易法第九条第(d)项及第(e)项:

任何 CFTC 的委员或其员工或代理人直接或间接参与任何期货交易,或任何具期货性质的交易,或……,而使用未公开消息者,应处五年以下有期徒刑,或科,或并科美金十万

元以下的罚款，及起诉费用。

2. 1984 年《内幕交易制裁法》，加重了对内幕交易的处罚，“一经认定”，可处三倍于违法所得或避免损失的罚款。

2.2.2 欧盟^[10]

（一）关于内幕的法律法规

欧盟相关法规指令中列明的内幕交易的形态有三种，对原始内部人而言，交易、泄漏与劝诱或建议的形式都是被禁止的，而指令对于次级内部人仅限制其交易的行为。1. 交易：内部人持有内幕消息，直接或间接明知此事实而利用此消息，无论是为自己或为他人，以取得或处分有关发行公司或与内部消息相关的发行公司的可转让有价证券（指令第二条第一项后段），并且此项禁止规定适用于任何有价证券于证券经纪商或其它专业媒介者处所做的取得或处分行为，不管是否在公开交易市场上都包括在内（指令第二条第三项），例如通过银行或股票中介的情形。2. 泄漏：指令规定，会员国须禁止持有内部消息的原始内部人泄漏内部消息给第三人，但当此类泄漏是以通常的方式行使其职务、职业或职责时，则不在此限（指令第三条第 a 款）。3. 建议或劝诱：原则上，此种形式仅对原始内部人有所限制，但依指令第六条规定会员国可实行更严格的标准，也可扩张至次级内部人。此条文的设计目的在从根源禁绝消息的传递（tipping），而由此可推出禁止利用内部消息交易适用于消息受领人（即次级内部人），而在规范次级内部人交易相关有价证券方面，规范标准的明确性比原始内部人泄漏内幕消息的行为更严格，因为原始内部人无须将内幕消息具体内容传递给次级内部人，仅需原始内部人建议次级内部人买进相关有价证券就可以了。

（二）关于内幕交易惩罚的法律法规

欧盟各国对内幕交易的惩罚并没有统一规定，因不同国家而有所差异。

2.2.3 日本^[11]

（一）关于内幕的法律法规

日本证券交易法有关内幕交易规范的条文为第 166 条与第 167 条：

1. 证券交易法第 166 条 公司关系人(包括公司的董监事、经理人、代理人、职员及其它从业人员因职务上关系获悉消息者 等)，获知上市公司业务有关重要事实者，在事实未公开前，不得买卖该上市公司的特定有价证券（对于期权称为交付及取得）及其它有偿的转让或接受。

2. 证券交易法第 167 条 公开收购者等关系人……. 获知关于公开收购的实施或中止公开收购的事实者，在该公开收购实施或中止公开收购的事实公开之前，那些知道公开收购实施消息者，不得买进该公开收购公司所发行的有价证券，或该有价证券的买卖交易期权，而那些知道中止公开收购消息者，不得卖出该公开收购公司所发行的有价证券，或该有价证券的买卖交易期权。

（二）关于内幕交易惩罚的法律法规

日本对内部人交易的规定，与各国立法相近，日本证券交法第163 条、第164 条订有内部人持股异动申报和短线买卖利益归入公司。另第166 条、第167 条规定一般性的内部人交易，该法就内部人（或称公司关系人）、内幕消息的定义均有明确规范，违反内线交易规定者，依该法第198 条第15款规定，可处三年以下有期徒刑或科或并科300 万日圆的罚金，而对证券商的董监事、经理人违反保姆交易规定，还得对其有解除职务的行政处分。

2.2.4 英国^[12]

（一）关于内幕的法律法规

英国所认定的内幕交易形式有以下几种：1. 内部人利用内部消息在有组织市场从事证券交易或使用职业媒介在场外交易，所谓证券交易，包括证券的取得、处分或其预约；直接或间接促成取得或处分；进入或终止创造证券的协议。2. 内部人劝诱他人从事证券交易。3. 内部人不是因为执行职务的必要将内部消息泄漏于他人。

（二）关于内幕交易惩罚的法律法规

英国依刑法规定，简易判决为罚金五千磅或徒刑六个月；在陪审团的判决上，则为无上限的罚金或科或并科七年以下有期徒刑。但实务上通常以轻罚了事。

2.2.5 法国^[17]

（一）关于内幕的法律法规

首先，法国刑法规定了以下二种型态，其一为内部人交易行为，要件为：1. 内部人；2. 客观持有内部消息；3. 在消息公开前自行或直接或间接进行交易者；其二为泄漏内部消息的行为，可分为知情容许消息未公开前从事交易，与因履行职务而得知内部消息，但不是因为职务上的需要而泄漏于第三人的行为。

其次，证监会跟据法律授权，制定的行政命令规定，与法国刑法规定不同的是，其行为包括“利用”。

（二）关于内幕交易惩罚的法律法规

法国刑法规定“内部人交易罪”的刑责为二个月至二年的有期徒刑，或科或并科六千法郎至一千万法郎或获利之一至十倍。而“泄漏内幕消息罪”则可分为：1. “知情容许交易罪”为二年以下有期徒刑，或科或并科一千万法郎以下或获利之十倍；2. “非因职务上必要而泄漏罪”则是六个月以内的有期徒刑或科或并科十万法郎以下的罚金。

如行政与刑事程序同时进行，实务上行政程序均比刑事程序先进行，刑事法庭在考虑行政程序的结果而依比例原则处罚。大多数案件仅有单一程序，在唯一两程序均进行的案件中法院仅轻判被告负担公听费用。

而证监会在举办公听会后，得科以一千万法郎以下的罚款。在被告有获利时，则可改科获利十倍以内的罚款。罚款需与其犯罪情节的轻重，以及其获利的大小相当。

2.2.6 德国^[14]

（一）关于内幕的法律法规

德国认定的内幕交易的形式有：1. 原始内部人利用内部消息为自己或他人买卖相关证券者。2. 原始内部人不是因为职责的必要而泄漏消息给第三人。3. 原始内部人基于内部消息建议他人买卖证券。4. 次级内部人交易行为，即消息受领人利用内部消息为自己或他人买卖相关有价证券的行为。

（二）关于内幕交易惩罚的法律法规

德国证券交易法本身并无规定民事责任。

刑事责任上按照证券交易法规定，凡是违反同法第 14 条者得处以五年以内的有期徒刑或罚金，而罚金最高额度可达三百六十万马克。另依刑法规定，可没收其所得利益。此处分可包括德国人违反外国内幕交易规定的情形。

2.2.7 中国台湾^[16]

（一）关于内幕的法律法规

证券交易法第一百五十七条之一 属于以下各条款的人，在知道发行股票公司有重大影响其股票价格的消息时，在该消息未公开前，不得对该公司的上市或在证券商营业处所买卖的股票，买入或卖出：

- 一、该公司之董事、监察人及经理人。
- 二、持有该公司股份超过百分之十之股东。
- 三、基于职业或控制关系获悉消息之人。
- 四、从前三款所列之人获悉消息者。

所谓重大影响其股票价格的消息，指涉及公司的财务、业务或该证券的市场供求，对其股票价格有重大影响，或对正当投资人的投资决定有重要影响之消息。

（二）关于内幕交易惩罚的法律法规

证券交易法第 175 条（罚则（五））规定，违反证券交易法第一百五十七条几项规定者，应就消息未公开前其买入或卖出该股票的价格，与消息公开后十个营业日收盘平均价格之差额限度内，对善意从事相反买卖的人负损害赔偿责任；其情节重大者，法院得依善意从事相反买卖之人之请求，将责任限额提高至三倍。

第一项第四款之人，对于前项损害赔偿，应与第一项第一款至第三款提供消息的人，负连带赔偿责任，但有正当理由相信消息已公开者，不负赔偿责任。

违反第一百五十七条之一第一项者，处二年以下有期徒刑、拘役或科或并科十五万元以下罚金。

第三章 现货与期货市场联合操纵和内幕交易等违规行为的形式与案例

从目前的学术研究看，市场操纵基本上被分为两种方式¹：基于行动的操纵(Action-based manipulation)、基于交易的操纵(Trade-based manipulation)、基于信息的操纵(Information-based manipulation)。

基于行动的操纵(Allen&Gale^[18], 1992; Kose&Narayanan, 1997^[19])是没有通过交易过程进行操纵的行为，比如市场中散布虚假信息，或对资产进行市场囤积(market corner)或市场逼空(short squeeze)等交易以外的行动改变资产的观测价值，从中获取利润的行为²。通过发布虚假信息或传播流言也是基于行动的操纵行为的经常手法。常见的模式庄家、上市公司、证券分析师以及新闻媒体的共谋操纵。Banabou&Laroque(1992)^[20]在博弈框架下讨论了内幕人利用内幕信息发布误导性言论，操纵公共信息和市场价格的行为，认为内幕人在公众中的声誉和评价是限制内幕操纵的重要因素。如果人们不能正确、一致地评价内幕人，那么总会给操纵者留下余地。

基于交易的操纵是指通过交易对价格进行操纵的行为。比如在衍生证券市场上，一些投资者首先在期货或期权上建立大的头寸，然后在衍生证券到期日通过大量交易标的资产(如股票)达到操纵标的证券的价格，从而在衍生品市场上获取利益。众多研究表明(Stoll & Whaley, 1987^[21]; Chamberlain等, 1989^[22]; Stoll&Whaley, 1991^[23])，标的证券在到期日存在价格操纵现象，特别是在到期日收盘前的较短时间内价格操纵的现象更加明显。

而跨市场间联合操纵，则是操纵者利用 2 个或者几个市场投资品种同时交易进行价格操纵。具体形式包括以下几种：

¹张圣平(2002)认为操纵行为可分为三类：基于行动的操纵、基于交易的操纵、基于信息的操纵。这里我们采用了Felixson和Pelli(1999)的观点，将基于行动的操纵和基于信息的操纵合为一类，因为这些操纵都没有采用在交易过程中对价格直接进行控制。

²张圣平(2002)在举了两个典型的基于行动的市场操纵行为的例子，1863年发生在美国的Harlem铁路公司事件和1991年5月在美国两年期国债市场上发生的所罗门兄弟公司事件。

3.1 囤积、挤压、轧空

3.1.1 定义

囤积(Corner)与挤压轧空(Squeeze)是衍生品和现货间最常见的操纵行为。所谓‘囤积’是指操纵者控制或支配可供交割的现货数量,使卖空者(Shorts)被迫只能以操纵者指定的价格,结清其卖出头寸。而所谓‘挤压轧空’则指操纵者不采取直接控制或支配的方式,而是通过其它原因使可供交割的现货数量减少,造成供应不足的现象,来迫使相对交易者接受其所要求的价格;因此‘囤积’与‘挤压轧空’的主要差别在于人为控制程度的不同。国内一般通称为坐庄,相应的股票叫‘庄股’。上世纪九十年代国债期货‘327’事件就是一个典型的疑似轧空事件。

一般来说,要采取囤积或挤压轧空的操纵行为,必须同时在衍生品与现货市场中进行;因此囤积或挤压轧空操纵行为的成立,在现货市场中,必须足以控制或影响可交割商品的供应,而使卖空者向市场操纵者购买现货商品,或在衍生品市场中向市场操纵者做冲销的行为,否则无法履行其合约。

3.1.2 形式

一般而言,操纵者都利用下列的方式来控制或影响可交割现货商品的供应:

1. 实际取得现货的供应或与现货供货商串通,减少或阻止现货流入市场

由操纵者直接取得现货商品或与现货供货商串减少或阻止现货流入市场,这种防止现货流入市场并强迫交易对手与其交易的方式效率较高,但成本也比较高,因此大多为资金雄厚的市场操纵者所采用。

2. 将可交割现货商品由交运地点运走

按照一般期货交易所的规定,在到期日交割时,应以特定的地点做为交割地点,因此,只要使可交割的商品远离交割地点,就可以达到减少供应的目的,这种方式因为比较隐蔽,因此很难推论其有市场操纵的意图,故市场操纵者也大多采用这种办法。

囤积或挤压轧空操纵行为的成立,除了在现货市场外,在衍生品市场也必须有市场操纵行为产生,因为,虽然现货市场商品为他人所操纵,但只要衍生品市场并未被垄断,卖空者

仍旧能在衍生品市场中与持有多头者进行平仓，而不用按照市场操纵者所订的价格进行交易，由此可知，囤积与挤压轧空的操纵行为，一般需对现货衍生品市场同时操纵或控制，否则根本无法强制卖空者按照他所订的价格来平仓，进而产生人为价格来获利。

3.1.3 案例

在衍生品市场发展初期，囤积或挤压轧空的操纵案例不时可见，以下列举几个较具代表性的案例：

1. Great Western Food Distributors, Inc. vs. Brannan 案

该公司被控对 CME 1947 年 12 月份的鸡蛋期货合约进行囤积行为，因为该公司除了取得巨量的期货多头头寸，同时还买入了可供12月期货交割的大量现货鸡蛋，因此被控操纵芝加哥及邻近区域可供交割鸡蛋的供给，并使卖空者必须以该公司所订的高价回补头寸。

数据显示，在现货市场方面，该公司共持有芝加哥所有可交割鸡蛋现货的51%，并将它们卖至其他地区来减少供应；而在期货市场方面，该公司由12月1日持有的33%的未平仓多头合约，开始急剧增加，最后持有高达76%的未平仓多头合约，而且，在期货交易日的最后一星期，其持有比例也一直介于60%与 70%间，这些头寸足以使法院认为其在期货市场具有操纵能力，而且发现该公司所持有的大量期货多头头寸与巨量现货数量，已经导致了价格异常现象。

法院发现，到12月15日仍会有 1/3 的卖空者无法交割，而在合约到期时，仍有 1/2 的卖空者必须找该公司来履行其交割义务，因此，该公司的市场操纵行为应毋庸置疑。

2. Volkart Brothers V. Freeman 案

被告被指控在1957年10月棉花期货合约的最后通知日时，拥有的纽约和新奥尔良交易所10月棉花期货头寸，高达所有多头未平仓合约的 90%左右，因此他所拥有的期货头寸确实对期货市场具有控制能力。但是法院又发现：当时的现货棉花供应仍然足够其交割所用，并非只能找 Volkart 来结清其空头头寸，法院因此认为 Volkart 的期货多头头寸虽然具有支配性，但并未控制现货棉花供应，而卖空者仍能在市场上取得现货棉花，故不负操纵期货价格的责任。

3. Cargill Inc. V. Hardin 案

Cargill 被控操纵 1963 年 5 月份的小麦期货合约。Cargill 是当时美国最大的谷

物出口商之一，由于获悉西班牙政府有意购置大量小麦这一未公开信息，而事先买进小麦期货合约，建立巨额多头头寸，等该信息公开后，再将手上的现货卖给西班牙政府，使得到5月20日为止，Cargill仓储的小麦几乎是当时芝加哥所有可供交割的小麦数量，并且在5月21日最后交割日时，Cargill仍继续在期货市场买进，所持有的多头未平仓合约，约占所有未平仓合约的62%；由于可供卖空者交割的现货小麦稀少，而Cargill又控制了期货市场，使得卖空者不得不按照Cargill所要求的价格来进行平仓。

法院发现，Cargill在交易最后十五分钟时，在明知小麦现货严重缺货，不足以供卖空者交割的事实下，仍然以抬高委托的方式，不断提高交易价格，制造人为价格，因此法院拒绝Cargill引用Volkart Brothers案例来做抗辩，而判定Cargill的确具有操纵意图。

4. 弗兹公司(Ferruzzi)操纵大豆期货事件

1989年，弗兹公司被CBOT发现有逼仓的企图，并上报给CFTC。CFTC的最终调查显示，截止到1989年7月10日，Ferruzzi公司当时建立的大豆多头头寸已经达到了2200万蒲式耳。这个头寸数量达到了投机交易头寸限额的七倍，而且这个数字也超过了其他任何市场参与者限仓头寸的五倍，该公司的头寸已经占到了7月合约空盘量的53%。美国期货市场的持仓当时是不公开发布的，发现这一企图后，CFTC向公众批露弗兹公司持有的期货头寸超过当时市场总持仓量的85%。

之后，CBOT采取了三个措施来防止风险的进一步扩大：一是停止弗兹公司进行新的交易；二是要求从7月12日开盘交易开始，任何拥有1989年7月大豆合约净多头部位或者净空头部位超过300万蒲式耳的个人或者法人户必须削减头寸，并且在随后的每个交易日以至少20%的份额递减。三是提高弗兹公司持有头寸的保证金。经过了超跌阶段，市场价位随后反弹。

5. 金融衍生品中的疑似案例—中国327债券期货

由于大部分金融衍生品而言，因为一般采用现金结算交割方式，因此一般不会产生囤积现货或挤压轧空的操纵行为。但是，1995年‘327’事件虽然没有成为正式的法院操纵案例，但是也有值得参考警惕的地方。

所谓‘327’是指标的物为1992年所发行的三年期债券，交割日为1995年6月。1995年2月，‘327’债券期货市场价格一路走扬，卖空者在不愿认赔平仓，反而利用期货合约供给无限的特性，持续大量卖空，企图压低市场价格来减少损失，其未平仓合约数所代表的债券数量，早已超过该债券发行量，更糟的是，在2月23日公布的1995年债券发行计

划中，债券发行量又比预期少，造成 327 债券期货的价格更加上扬，但卖空者仍不死心，在当日交易的最后八分钟内，卖出 1000 多万手 327 债券期货合约。次日上海证券交易所认为其违反持仓上限规定，宣布该八分钟交易无效，使得放空主力(万国证券)损失了 14 亿人民币；此后，因为又发生了数起类似的违规事件，5 月 17 日，管理当局宣布暂停所有债券期货交易。

6. 1996 年Fenchurch 公司操纵美国国债票据期货

1993 年6 月，Fenchurch 承诺对在CBOT 交易的10 年期美国国债票据期货的多头进行交割。在交割期的最后四天内及6 月合约的最后一天，Fenchurch有意收集并持有了大量的6 月合约的最便宜国债票据。6 月合约的条款允许以一定量的最便宜国债票据进行交割，但是期货合约的价格必须集中于最便宜国债票据交易到期前的现货市场价值。在票据供不应求的这段时期，Fenchurch 通过在回购市场上的一系列交易活动增加了它对最便宜国债票据的持仓。Fenchurch 公司通过增加持仓及从市场里撤出票据使最便宜票据的供应更加紧张。因此，期货合约的空方不能拿出足够的票据，只能用贵的有价证券进行交割。

1996 年7 月10 日，因其操纵市场及逼仓的行为，CFTC 宣布已经通过一项对芝加哥的Fenchurch Capital Management 公司提起行政性起诉的裁定。同时，CFTC 接受Fenchurch 提出的支付600000 美元作为民事罚款及采取补救性措施的调解请求。

7. 金融衍生品中的疑似案例—瑞士银行涉嫌操纵美国国债

据《华尔街日报》报道，美国证券交易委员会（SEC）正在就可能存在的非法操纵国债价格行为对瑞士银行展开调查。

报道显示，瑞银涉及的国债操纵事件发生在 2006 年 2 月份，当时该机构大量持有 2011 年 1 月到期的 5 年期国债现货，同时在期货市场持有大量该品种的空头，使得该品种国债在 2 月份的供应情况尤为紧张，因此其持有人甚至可以以 0.25% 的超低利率获得贷款，而当时的正常利率则超过 4%。

目前调查还在进行之中，瑞士信贷的一名国债交易员也已离职，并很可能与违规事件有关，而其所在的瑞士信贷也在接受监管部门调查。

3.2 以交易行为影响价格

3.2.1 定义

基于交易的操纵是指通过交易对价格进行操纵的行为。比如在衍生证券市场上，一些投资者首先在期货或期权上建立大的头寸，然后在衍生证券到期日通过大量交易标的资产（如股票）达到操纵标的证券的价格，从而在衍生品市场上获取利益。众多研究表明（Stoll & Whaley, 1987; Chamberlain 等, 1989; Stoll&Whaley, 1991），标的证券在到期日存在价格操纵现象，特别是在到期日收盘前的较短时间内价格操纵的现象更加明显。

3.2.2 形式

1. 操纵衍生品市场而自现货市场获利

这种形式在期货市场较为常见，期货交易具有价格发现的功能，这种操纵模式便是利用该特点，事先预买(卖)大量的现货商品，并约定以某特定日的期货价格作为计价依据，然后，在期货市场操纵该特定日的市场价格，以打压(拉升)所欲买(卖)的现货商品价格来获致高额利润。通常，有下列几种：

(1) 抬高(压低)开盘或收盘价格

操纵者可以在集合竞价或收盘交易时利用大量买卖委托干预开盘或收盘价格，使该人为价格被记录在行情板上，借此引诱其它投资者参与买卖，来推升或压低该期货的价格；一般而言，抬高开盘或收盘价格的目的是希望借此来增加市场需求，以便操纵者顺利地以高价卖出之前所购入的合约。国内一些股票频繁的跌停或涨停就是这类操纵现象的具体表现。

(2) 设定价格范围

操纵者预先决定一数字，做为开盘和收盘的价格，并且在某一段时间内，都以此特定价格在交易所买卖合约，来吸引更多投机者因鉴于风险较小而参与买卖，从而从他人的交易中获得更有利的价格。

(3) 打压价格

操纵者在期货市场中利用短时间连续委托买进(卖出)的行为，来抬高(压低)某股票价格，并且利用价格上涨(下跌)所造成的行情波动，使持有卖出(买进)部位的交易者，因保证金不足或因其原先所下的委托为停损委托 而被迫平仓，造成股票价格更加上涨(下跌)，从

而使操纵者从中有利可图。

(4) 对倒交易

所谓对倒交易，是指在无市场风险下，以相同的价格，同一操纵者既是买方又是卖方进行交易；操纵者虽然在市场中公开进行交易，但其目的只是为了使其交易价格和交易量被记录在市场上，以制造交易热络的假象，欺骗其它交易者；比如，如果操纵者希望以低价买进某合约，则可以先假装以低价卖出，并进行对倒交易，使约定人同时以该价格买进，以引诱不知情的交易者以更低价卖出，此时操纵者再转为买方，而得以低价买进该期货合约。

常见的对倒交易操纵模式，有下列两种：

a. 抬高或压低市场价格

这种模式是以对倒交易的方式，在不用承担价格风险的情况下，拉升或压低价格以制造假象，吸引其它交易者跟进追价。

b. 使信心不足的交易者离开市场。

此种模式是操纵者在不影响整体持有部位的情况下，利用对倒交易行为，将同操纵者持有同向头寸但信心不足的交易者平仓离开市场，以避免未来因这些交易者的平仓行为而增加价格操纵上的困难。

(5) 价差操纵

操纵者买进某一衍生品合约后，同时卖出较远月份的同种合约（或者卖近买远），此时，他关心的并非个别衍生品合约价格的涨跌，而是 2 个合约价格的价差（基差）关系，因此，操纵者可以拉升买进的合约价格，或压低所卖出的合约价格，以求扩大（缩小）基差获取不法利益。

2. 操纵现货市场而自期货市场获利

对于以现金结算的期货合约（例如股价指数期货等金融期货），如果能够操纵现货市场的价格，等于是控制了期货市场的结算价格，因此可采取类似商品期货中的挤压轧空等操纵策略，来获取超额利润；举例而言，市场操纵者可以先取得大量期货多头部位，然后，在期货合约到期日前操纵现货市场的价格，以抬高期货合约的现金结算价格，一旦期货现金结算价格被操纵，那么操纵者就可以借其所持有的期货多头部位，来挤压卖空者，使其不得不按照操纵者所订的价格进行平仓。

在实务上，就股票指数期货而言，组成股价指数的样本股票往往达百种以上，操纵者很难有如此雄厚的财力，同时操纵这些样本股票的市场价格，从而影响期货结算价格，而在外汇现货市场的操纵更是微乎其微；故 Kumar & Seppi (1992)^[24]由纯理论角度所提出的这种

操纵模式并不多见，而成为法院案例者，更是少之又少。

3.2.3 案例

1. 操纵期货市场而自现货市场获利的操纵模式—In re Howard Randolph et al. 案

一般而言，由于金融衍生品具有供给无限的特性，操纵者很难单纯用交易行为去影响衍生品价格，因此，这种操纵模式很少发生在金融衍生品市场，而比较常见于商品期货市场。

本案中，Randolph Foods 先预先卖出 4400 箱的鸡蛋，并与买方约定，以 1961 年 1 月 13 日当日纽约现货鸡蛋报价单为计价基准，由于纽约商品交易所的鸡蛋期货交易价格一向是纽约现货鸡蛋报价单的一部份，因此，Randolph Foods 委托 Carl A. Bergstorm 等人拉升 1961 年 1 月 13 日的鸡蛋期货价格，导致当日鸡蛋在纽约现货报价单的价格较前一日高出 0.75 至 1 美分，随后，Carl A. Bergstorm 等人即将原先所购入的鸡蛋期货以亏损的价格卖出，并由 Randolph Foods 负担这一损失；由于 Randolph Foods 等人的行为显然已经严重干预了市场价格，故法院视其行为为市场操纵行为。

2. 操纵现货市场而自期货市场获利的疑似案例—1997 年香港恒生指数期货暴跌案

1997 年 10 月下旬，香港股票市场 and 恒生指数期货市场都发生暴跌，有媒体指出：这是由外资大户的市场操纵行为所导致：因为香港恒生股价指数成分股只有 33 种股票，而且采取发行量加权计算，因此外资大户只要在股票现货市场，操纵其中几种重量级股票，如汇丰银行、香港电讯、长江实业等，就可影响或控制恒生指数期货市场。这只是媒体一种未经证实的说法，在理论上虽然可能发生，然而没有相关正式法院案例可供佐证。

3.3 散布虚假信息

3.3.1 定义

(一) 定义

散布虚假信息：指以影响合约价格并使其按有利于散布者所持头寸或拟进行交易的方向运动为目的，借助媒体或其他手段传播虚假或误导性信息。在这方面，日益发达的因特网是很危险的工具，给反操纵带来了特殊的挑战。

虽然，散布虚假或不实消息是常见的市场操纵方式，但实务上却发现只有极少数的案例被起诉，这一方面可能是因为此种操纵方式持续的时间较为短暂，较难被发觉，另一方面则

是因为通常难以追查虚伪或不实消息的来源，造成调查执行上的困难。

3.3.2 形式

依据对不实消息散布方式的不同，可以大概分为三种模式：

1. 寄送推荐函的模式

市场操纵者先持有某合约大量头寸，然后寄推荐函给其它投资者，大力吹嘘该合约的投资价值，希望通过其它交易者的参与买卖，而影响该合约的市场价格，达到操纵目的。

2. 直接散布不实消息的模式

操纵者直接以邮寄或者邮件网络传播等方式，散布有关现货供给的不实消息，以影响相关衍生品合约的市场价格，达到操纵目的。

3. 间接散布不实消息的模式

操纵者并未对市场参与者直接提供任何信息，而是他人或大众媒体，达到散布消息的目的；在这种操纵方式中，由于操纵者并未与其它市场参与者接触，因此调查较为困难，加上其利用大众媒体传播，消息散布范围更广影响力更大，故造成的后果也更严重。

3.3.3 案例

1. 寄送推荐函的模式—In re Reuben Earl McGuigan 案

1946 年，被告寄送大量电报、信件和传单给美国各地的期货交易员，力劝其投资特定的谷物与棉花期货合约，而该两种期货都是被告原先所持有，法院调查发现：被告所寄送的推荐函内容中所作的分析都属于不实内容，自然应该属于不法的市场操纵行为。

2. 直接散布不实消息— In re London V. Butler 案

1954 年，本案被告以邮寄信件的方式，告知州际贸易的谷物交易成员，称有大量黄豆现货即将被运出芝加哥，其后又以电报告知美国农业部和芝加哥期货交易所，指出在芝加哥谷仓所存有的黄豆现货，根本不足应付已填发仓单的持有人的需求，同时，以书面通知谷物交易成员，指出这些谷仓中的黄豆存货因为已经出口，而无法按照提单的质量和数量来交运黄豆；后来证实其发布的信息都是假的，目的是为了引起黄豆市场价格波动，故被认为已构成市场操纵行为。

3. 间接散布不实消息— Moore V. Brannan 案

1947年10月1日，被告以自己名义和相关人账户，共持有180万磅猪油期货的多头，并制作了一个新闻备忘录，称美国农业部为适应其外销需求，正向粮食供货商采购大量猪油，故预期未来会产生猪油供应不足的状况。文末还指出了四名政府官员的名字来证实其说法。被告将该备忘录交给Merrill Lynch的营业员，希望借其传送到该证券公司的各分支机构；又将50至100份复印件放置在全国新闻俱乐部的办公桌上，另外将16份复印件放在美国农业部新闻室给新闻记者的信箱中，希望能将该信息散布给新闻界，进而刊载在报纸上。但调查发现：所有在该备忘录中提及的官员，均未提供任何有关猪油采购的信息，而且直到该备忘录散布后才知道有此事存在，故法院认为其已构成散布虚假或不实消息的操纵行为。

3.4 场外冲销行为

3.4.1 定义

场外冲销指交易商接受交易人委托后，未到交易所从事交易，而直接或间接私自成交或转给其他交易人进行交易的行为。这种交易行为也属于不法操纵行为，因为这会使得在非公开竞争的情况下，产生市场成交价格，而该价格并未反应真实的供需关系，故会造成交易价格的扭曲，而这个非真实的价格，很可能会被人利用，以诱使其它市场参与者进行交易，然后通过创造人为价格的方式，进行市场操纵行为。

3.4.2 形式

场外冲销的包括非经纪商的任何人接受委托后从事交易所或类似业务的撮合交易行为，或经纪商接受交易人委托后并未将委托传输至交易所，而私自寻求与相对委托为撮合成交者。

3.4.3 案例

在美国 Fulian M. Marks 案中，对于经纪商在收盘后，因执行业务失误，而与另一经纪商私下用客户的委托进行错帐冲销交易，被认为是场外冲销。

3.5 交叉交易行为

3.5.1 定义

交叉交易(Cross Trades)或称为相对委托,是指经纪商将客户的委托直接下单至交易所,但未经竞价的撮合交易而直接或间接通过另一交易商,以相同价格为客户的买入或卖出的行为。

交叉交易剥夺客户原本可得到的较佳成交执行价格机会,场内经纪人以同样价格从其它场内交易人处,买进或卖出相同数量的相同交易合约。这种行为会使在非公开竞争的情况下,产生一个市场成交价格,而该价格并未反应真实的供需关系,故会造成交易价格的扭曲,此非真实的价格,很可能会被人利用,以诱使其它市场参与者进行交易,然后通过创造人为价格的方式,进行市场操纵行为。

3.5.2 形式

一般而言,交叉交易意图抬高或压低集中交易市场某种合约的价格,与他人串通,以约定价格出售,或购买合约时,使约定人同时为购买或出售的交易对手。期货交易的相对买卖属于交叉交易行为中的一种形式。

3.5.3 案例

A 经纪商接获某客户卖出100吨五月铜期货的委托时,场内经纪人先以当时市价每吨人民币50000元自行买进100手五月铜期货,卖方为B经纪商,同时,以每吨人民币50000元自行卖出100吨五月铜期货,买方为B经纪商,故两经纪商均未持有任何头寸,随后,因交易间接造成价格波动,使市价由人民币50000元上涨至50100元,此时,A经纪商的场内经纪人才执行该客户的委托,实际成交卖出价格为50100,但却向客户报告其成交卖出价格为50000,从中赚取每吨100的利润。

3.6 配合交易

3.6.1 定义

配合交易指交易人配合另一市场交易人的需要,通过事先安排,从事非公开竞争的行为。

3.6.2 形式

配合交易的行为包括:

- (1) 货商或其他任何人与其他期货交易人或期货商通谋配合违反公开竞争的交易的行
为
- (2) 相互配合出相同价格以便成交;
- (3) 或以其他任何方式相互配合为撮合交易.

3.6.3 案例

在美国 Laiken V. United States Department of Agriculture 案中,被告以电话联系另一经纪商,随后即由一方先报卖出委托,另一方立即接受买进的行为,直至成交为止,这种情形显然使其它市场交易者失去参与竞价的机会,属于操纵价格的行为。

3.7 内幕交易

3.7.1 定义

内幕交易指内部人因职务等关系获取重要消息,而在消息未公开前利用该未公开信息进行交易,以获取不公平利益或减少损失。具体到国内市场就是内幕知情人士利用内幕消息在二级市场上赚取非法利润的行为。而操纵市场者操纵股价之所以大行其道,很重要的手段就是通过内幕交易和黑箱操作来实现的。

一般而言,内部人包括:1.交易相关事业人员,即交易所、结算机构、或同业公会或其它相关机构的董事、监察人、经理人、受雇人或受任人;2.行政机关人员,即主管机关或其它目的事业主管机关的公职人员、受雇人或受任人;3.受任人员,即前述受任人的董事、监察人或受雇人;4.接受消息者,从前三款获悉消息之人;5.法人代表人,即董事、监察人

的代表人也必须参照上述规定。

3.7.2 形式

在股票市场上，内幕交易较为常见。一般表现形式为知道内幕消息后提前建立头寸或者对头寸进行平仓。

3.7.3 案例

1. 韩特兄弟白银事件和 CBOT 大豆事件

从一九七三年起，韩特兄弟大量介入白银的现货和期货市场，致使白银价格一路攀升，从 1979 年 7 月每盎司 9 美元涨升至年底的 35 美元。到 1980 年元月中，近期白银期约价格更涨至每盎司 50 美元。由于白银价格异常飙涨，两家主要的白银期货交易所 CBOT 及 COMEX 决定采取增加原始保证金等一系列的紧急措施，抑止白银价格的上涨，其后白银价格大幅滑落，也造成韩特兄弟在期货市场违约，虽未酿成更大的金融危机，但韩特兄弟因违反《期货交易法》、《反托拉斯法》及其它法律须赔偿一亿三千万美元，并导致破产。但事后美国期管会主席约翰逊(Phillip Johnson)的检讨报告指出，交易所不少董事在事发时手中握有不少的白银期约空头部位，因此交易所打压行情的措施不免有图利自己或内线交易的嫌疑。

1989 年夏季 CBOT 发生“大豆事件”，芝加哥商品交易所在美国期管会的默许下，采取多项类似的紧急措施，迫使被指控意图炒作的商人释出大豆期约的多头部位，使大豆价格急剧下跌，而事后发现交易所几位决策董事握有不少大豆期约的空头部位，又引起另一场交易所董事图利自己的指控。但上述两起事件，最后并未成为内线交易的实际案例，仅能视为期货内线交易的疑似案例。

2. Texas Gulf Sulphur 个股期权内幕交易

Texas Gulf Sulphur (简称 TGS)为产量居世界第一的硫磺生产公司，1963 年 11 月至 1964 年 4 月间于加拿大试掘矿床，虽在 1963 年 11 月 14 日根据试掘调查结果推测成功率相当高，但为确保取得外围土地，并未对外公开，直到次年四月才正式承认发现蕴藏丰富的矿床而导致股价暴涨，但调查机构发现，矿床消息公开前获知试掘结果的公司董监事等内部人曾大量买进公司股票和看涨期权(call option)而获利。

第四章 个股衍生品的跨市场监管研究

4.1 期权操纵行为与分析

个股衍生品中的股指期货价格操纵问题与前述其他市场操纵模式类似,但个股期权的操纵表现则有所不同,因此,本章重点研究个股期权的操纵行为。

由于个股期权是其标的有价证券的衍生性品,因此基本的期权操作策略如避险、套利、价差交易等交易,无可避免地包含跨市场组合交易。因此欲区分合法行为以及涉及跨市场间操纵的期权操纵行为,须着重研究‘目的或意图’,即使完全相同的行为,如果以影响市场价格为目的的行为可能属操纵行为,如果目的合法,并且无任何影响市场的意图时,其行为可能则是完全合法的。

(一) 打压股价以保护卖出买权 (sell call)

这类操纵行为目的在于压低标的股票价格,使其不超过持有即将到期卖出买权头寸的履约价格。为区别合法行为和操纵行为,还需配合其它条件:

1. 卖出股票数量远远超过需规避期权头寸风险所需的股票数量;
2. 在持有的卖出期权头寸到期日即将到来前,集中卖出股票,尤其是该股票的卖出不是为了对避险头寸进行平仓;
3. 以连续低价卖出股票或输入委托,并且最低委托价格等于或低于卖出买权头寸的履约价格。

(二) 支撑股价以保护卖出卖权部分 (sell put)

这种操纵行为的目的在于拉升标的股票价格,使价格超过持有即将到期卖出卖权头寸的履约价格。构成支撑股价的操纵方式的构成条件与上述打压的操纵方式类似,差异仅在于支撑股价的手段是标的股票的买进,而打压的手段是标的股票的卖出。

(三) 固定价格 (pegging)

固定价格指意图将标的证券价格固定于某一特定价格,而不论该等价格系等于、高于或低于持有的卖权或买权头寸的履约价格,从而使其账户内该有价证券的买权、卖权等总头寸得到最大收益。

(四) 小型操纵 (mini-manipulation)

小型操纵指在一相当短的时间内,进行一个或一个以上的交易,其而其目的在于影响标

的股票价格，使以相应的期权头寸得以获利的操纵行为。合法交易和小型操纵行为都存在交易组合，但如果涉及操纵意图或交易经证明不是合法了结真实避险价位时，则有小型操纵的嫌疑。

(五) 操纵结算价格（临收作价）

由于结算价格和计算头寸权益以及保证金等直接相关，因此所谓的操纵结算价格就是通过交易产生制造特定的结算价格。

4.2 期权内幕交易

4.2.1 公开发行公司内部人行为

作为拥有内幕信息的人，公开发行公司内部人自己买卖证券是内幕交易中最常见的一种形式，根据古典特殊关系理论，公司内部人（corporate insiders）对公司及股东负有诚信义务。因为公司内部交易人或者泄露信息者与公司之间存在诚信关系，而公司的现实股东或者潜在股东也与发行公司存在相互关系，从而导致公司内部人交易者和股东之间也产生了一种特殊关系，这种特殊关系的存在，使得公司内部交易人对股东负有公开信息的义务。即使在卖出证券时，购买者和内部人之间尚未建立诚信关系，也不能豁免内部人对购买者的诚信义务，否则这些内部人就可以利用其优势地位而损害购买者的利益，并能逍遥法外。

古典特殊关系理论强调内部人对“股东（既包括现实股东，也包括潜在股东）”负有义务，从而否定公司内部人通过职位之便获取内幕信息获得“私利”的行为，那么，那么对“内部人和股东”这种特殊关系的强调是否意味着对期权或债务证券等其他证券的持有人不负有公开或戒绝义务呢？利用重要的非公开信息交易期权或债券证券的行为是否属于内幕交易的范围呢？有的法院在司法实践中坚持内部人对期权的持有人不承担公开或戒绝义务。法院之所以作出这种判决，其理由主要有两种：“一种理由认为通常期权是由期权清算公司（Options Clearing Corporation）发行的，期权持有人是通过从第三者买入期权来购买公司的股票的，和公司并不直接发生关系，因此内部人对期权持有人不应当承担义务；另一种理由认为，期权的条款和形式取决于某股票的价值这一点，并不能使期权成为股票的衍生工具。就该金融工具本身而言，对公司的股权没有请求权、没有投票权，管理人员对期权持有人的利益也没有诚信义务。”

但我们认为，如果允许内部人利用内部信息，任意交易股票期权而不承担责任的话，无

疑是内幕交易法律的极大漏洞。

前述案例提及的 Texas Gulf Sulphur 一案，就是期权内幕交易。1984 年美国国会通过了《内幕交易治裁法》，在《证券交易法》中增加了第 20 节（d），在一定程度上修补了期权方面的漏洞。第 20 节（d）规定内部人在交易有关某一标的的证券或包括该证券的证券指数的卖出期权、买入期权、股票买卖期权、期权、优先购股权时，要像交易标的的证券一样，承担公开或者戒绝义务。

4.2.2 抢先交易行为

抢先交易行为（Front-Running），是指经纪机构在代理客户买卖时，相关行为人知道客户有大笔足以影响价格走势的买单或卖单后，先为自己或他人做同一方向的交易，意图赚取价差的行为。就是说，当会员获悉有巨额交易即将发生，而利用该重大非公开信息从事相关期权交易的行为。

抢先交易之所以被认为是内幕人交易，是因为它是与利用内幕消息联系在一起的。抢先交易作为一种操纵行为，影响了市场供求关系的自由作用，从而影响了价格的正常形成。纽约证券交易所正在为这种“抢先交易”丑闻所困扰，并在 2003 年 4 月对该类交易及其他相关交易行为进行调查。我国近年来的一些知名操纵行为中，发现的所谓“老鼠仓”行为与先行交易实际上具有共同特征。

第五章 境外对现货与衍生品市场中操纵与内幕交易等行为的防范

为维护市场秩序、繁荣市场，对于现货与衍生品市场中存在的操纵和内幕交易行为，各国采取的措施大致可归纳为：良好的合约设计、大额申报制度、限仓、加强市场监管、到期日前的监管、进行跨市场信息分享等几项，以下分别分析。

5.1 合约设计角度

一个科学合理的合约设计是衍生品合约成功推出的关键。良好的合约设计与适当的交易条件，是避免现货和相关衍生品市场操纵和内幕交易的首要工作。

一份完整的合约包括合约标的、合约价值量、最小变动价位、每日价格波动限制、合约月份、交易时间、最后交易日、交割方式、保证金等内容，这些构成要件有机地结合在一起，为现货和相关衍生品市场的价格发现和规避风险提供了优良的管理工具。

比如，关于现货供给方面，当现货市场的供给量有限时，以之为标的的期货比较容易发生轧空事件。‘327’国债以个别债券为标的物，不像美国债券期货以虚拟债券作为标的物，再通过转换因子，使众多国债均可用来交割，而‘327’国债因现货的发行量太少，发行又无一定的时间表，使得债券供给量有高度的不确定性，空方不易找到可交割的债券，自然容易出现轧空的状况。因此，若现货市场的供给量有限，在合约设计时，应容许质量相近的商品做为交割替代品，让卖方在交割时，有充足的现货来源。

在美国市场，各期货交易所在开发新的期货品种时，都需要取得CFTC的核准，经市场分析小组评估以后才能在市场上进行交易。

以指数衍生品—股指期货为例，由于股价指数期货采现金交割而非实物交付，因此在合约设计时，最重要的因素就是股价指数的选取和乘数的大小；标的指数的选择应具有充分的市场代表性、行业代表性和市场流动性；为了满足投资者的避险需求，并同时使市场参与者有信心认为该指数不会被个人、机构操纵。CFTC为防范指数期货市场操纵的问题，曾在1984年1月就股价指数的选择提出了一个建议框架，该建议要求：

（一）指数至少应包含25种股票，其总市值至少达750亿美元，下跌时不得低于 500 亿

美元。

(二)单一证券权重不得超过 25% 。

(三)前三名证券的总权重不得超过45% 。

(四)对于不以市值为标准的加权型股价指数,单一证券实际市值权重小于其分配权重的三分之一者,其权重不得超过10% 。

另外,在选择股价指数期货合约的乘数大小时,如果希望吸引散户,就应该将合约规格订小,如果只吸引机构投资者,让其有便捷而低成本的交易,就需要大规格的合约,如果想要同时吸引两个市场的话,则需要中等规格的合约。

5.2 大额申报制度

投资者可以通过大额交易对市场价格产生巨大的影响,另外,交易者进行现货和衍生品市场间的操纵和内幕交易行为时,为获得巨额利润,通常也会采取大额买卖的交易形式。因此,需要将大额交易的情况透明化、公开化。海外各金融市场在设计大宗交易制度时一般通过大额申报制度对其进行规范和限制,以防止通过大额交易人为地操纵市场(如对敲、倒仓等)及证券欺诈等法规明令禁止的行为。

所谓大额交易申报制度,是指投资者在进行大宗交易之前,必须先向交易所有关监管部门申报,经确认后方可进行大宗交易。大额交易申报制度要求交易者以公开信息披露的形式向市场公告每笔大宗交易的证券名称、成交量、成交价、券商席位名称以及买卖双方的姓名或名称,可以在一定程度上控制参与大宗交易的投资者,是防止现货和衍生品市场间的操纵与内幕交易行为的重要手段。

大额交易申报制度的具体措施为:当会员或客户投机头寸数量达到交易所规定比例时,必须主动及时向交易所报告,报告内容包括客户名称、持仓数量、交易方向、风险防范措施等。通过这个制度,交易所能够监控大户动向和行为,在交易异常变化时,如价格异常变动、交易量和持仓量异常扩大时,应适时对大户做强制性检查,发现问题及时处理。

很多国家的法律要求公司的董事、监事、经理等内幕人员已经持有表决权股票达到一定比例的大股东,申报其持股数量及其变动情况。这样内幕人员买卖股票时,社会公众就可以知道其交易情况,并从中推测出内幕人员对公司财务状况的看法和态度,从而起到防止内幕交易的效果。

关于大额交易申报制度，美国CFTC要求经纪商等相关机构，对交易达一定标准的账户或投资者提出报告，以协助监管人员找出可能操纵或内幕交易的特定个人或机构，以预先采取防范措施。

监管人员每天通过计算机，针对较活跃的交易市场、经纪商、结算机构和外国经纪商代表处，搜集大额交易人数据并进行分析。由于投资者可能通过多家经纪商或多个户头达到控制目的，因此，CFTC 要求开立新户头时，如发现各账户间可能具有关系时，应该每日按照申报其头寸变化情况，如果达到申报水平时，则应该进一步申报更详细的资料，在某些情况下，CFTC也可直接要求交易人申报其在各经纪商的所有头寸资料；通过了解大额交易人买卖情况，以及所从事现货和衍生品市场间的避险策略，监管人员可及时找出异常的交易状况和可能的不法行为，以便于采取适当的防范措施，同时，要求大额交易人申报买卖情况，从某种角度也可以吓阻投资者利用大额交易进行现货和衍生品市场间的操纵和内幕交易行为。

各国衍生品交易实践证明，增加市场透明度能够对市场操纵力量起到巨大的抑制作用。每笔大宗交易的证券名称、成交量、成交价、证券商席位名称以及买卖双方的姓名或名称将以公开信息披露的形式向市场公告，使得大宗交易明显区别于以前的庄家对敲行为。通过这种披露，使得投资者对于交易的主体人一目了然，有利于交易者及时掌握交易头寸中多少是套保头寸，多少是投机头寸，限制了庄家操纵市场的行为，使大户的各种隐蔽手段公之于众，提高市场的公开性，有利于会员和客户参与市场监督。

5.3 限仓

限仓制度是指，为了防范现货和衍生品市场交易中的操纵市场价格行为，防止衍生品市场风险过于集中于少数投资者，保护合约持有者的利益，交易所通常对每一客户及会员在一定时间内拥有合约的最高数量进行限制，并逐日进行审核的一项制度。

投资者持有合约数量过多是一种过度的投机行为，会导致现货或衍生品市场上价格突然或者不合理的波动，造成市场机制的损害，从而给予市场操纵者或内幕交易者以机会。在现货和衍生品市场上，不论操纵者的操纵行为采取何种操纵形态，必须以持有大量的现货和衍生品头寸为前提，并且，就内幕交易行为来看，通过内幕交易所得不法利益的多寡，也与内部人持有头寸的大小直接相关。所以，只有对合约持有者的持有数量加以限制，及时地发现交易中的异常并加以限制，并判断不正常交易行为的原因，有效地减少操纵行为与内幕交易行为的发生。

对于头寸限仓制度的制定，各国的做法不尽相同。

美国商品交易法授权CFTC设定期货交易人的持有或控制的头寸数量，以预防现货和衍生品市场中操纵与内幕交易的发生。对于各种衍生品的头寸限制，根据可能发生的市场操纵形态不同而采取不同的限制额度，例如，在决定股价指数期货是否容易受到操纵时，所考虑的主要因素为：股价指数中所含股票的数量、样本股票的市值、样本股票的分散程度等，因此，广基指数期货(broad-based index future)相较于窄基指数期货(narrow-based index future)有较高的头寸限制，而个股期权的头寸限制又比这两种期货合约低。交易所监管部门每日通过各种报表，监管大额投资者的交易结果是否达到头寸限制、该投资者的交易是否经常接近头寸限制标准、或是否经常违反头寸限制；对于彼此间有关联的投资者，则应将其视为同一集团，以其交易总和计算头寸限制。如果交易者持有合约数量超过指定数量，即以提高每一合约的保证金金额或采取其它措施加以限制。以大额交易者为例，监管人员按照所申报的大额投资者交易和其所持头寸相关资料，确定投资者已违反头寸限制规定后，即依其情节轻重，发出警告、停止或中止交易的命令，对于应进行清算的头寸，监管人员事先评估其对市场造成的影响，并事后追踪，查核其是否移转头寸而加以规避。

日本实行按月限仓制度。交易所为防止过度投机以及囤积、抛售等操纵价格的行为发生，按每种商品的合约距离交割期的远近，对所持的未结算合约数进行限制。离交割期越近，限仓量越严格。交易所不仅对会员和商品交易员的自营交易进行限制，也对受托业务客户进行限制，要求商品交易员严格执行交易所的规定，掌握好不同委托客户的未结算合约数量。

中国实行交易限仓制度。这是为了防止某些会员单位和客户脱离自己的资金承受能力作超量交易，从而造成难于弥补的风险。交易所对会员单位要根据其资金实力主要是可用资金、交易信誉和管理好坏的程度，核定一个最高持仓量。会员单位对重要客户也应采取相应的限仓措施。

“327”国债期货事件对中国期货行业是一个沉痛的打击，实际上，整个事件的起因就是万国证券持仓过重，在“327”国债期货事件的当天，万国证券实际持有200万手，远远超过市场规则的规定，甚至远远超过了上证所给予的持仓40万手的特别优待(当时上证所规定：会员单位在国债期货每一品种上的持仓不能超过5万手)，最终导致了巨额亏损。经过反思、培育与发展，中国期货市场也逐渐具备对过度投机行为的防范能力，其中，严格规定与执行对交易者的最高持仓量的限制就是一个进步，不仅充分体现了市场的公平原则，也有利于对现货与衍生品市场的监管。

另外，在中国衍生品市场经历了数次操纵丑闻后，限制仓量的具体手段从“逐日盯市”

修改为“逐笔盯市”。这样的改革一方面可以限制客户信用交易，避免穿仓，另一方面也可以随时跟踪客户头寸，有利于发现操纵行为。

5.4 到期日前的监管

在非交割月份中，由于投资者所持头寸相对市场总未平仓头寸而言不大，并且有较长时间对交割所需的现货供需可做调整，故不容易发生囤积或挤压轧空等操纵行为。但交割月份合约情况相反，容易受到操纵，因此监管人员对于加入交割月份的衍生品合约，应该特别加以注意监督。

为了便于监管，监管人员在合约到期前，必须了解现货价格和衍生品价格间的关系、可供交割商品的数量与其所有权、大额交易人所持头寸、以及和未平仓总头寸、可供交割商品数量的关系；监管人员如果认为大额头寸或集中交易可能影响市场时，则需要进一步分析以了解投资者持有头寸的目的，如果确认有问题，应进一步深入调查是否有操纵或内幕交易的事实。

5.5 紧急处分措施

为避免因跨市场间操纵或内幕交易行为所造成的衍生品或现货价格异常变动状况加剧，同时，为防范投资者利用两市场间价格异常波动的时机进行跨市场操纵和内幕交易的不法行为，各国主要证券或衍生品市场在价格异常变动时，都会采取一些紧急处分措施，以减少对市场的影响，保障投资者权益。紧急处分措施是指因出现突发事件或重大影响现货和衍生品市场运行的情况时，现货和衍生品监管部门采取的紧急处分措施，或交易所行使紧急情况处置权时所实施的强行处分措施。该制度是与头寸限仓制度紧密相关的防范操纵市场价格、控制市场风险的制度。

国外期货法中关于紧急状态及其处置的法律规定有三个特点：一是认定方面带有一定的主观性，如新加坡期货法规定，紧急状态包括专管机构认为已构成紧急状态或任何其它不理想状况与做法；国外期货法中都有“威胁或实际的市场操纵或囤积”的提法。这样就使主管机构在认定紧急状态时有一定的活动空间。二是在处置方面，主管机关有较大的灵活性，一些在正常情况下不应由主管机关采取的措施，在这时都可以由主管机关使用，而且范围很宽，从规定看，力度很大。三是在制约机制方面对主管机关有较大的牵制性，如新加坡规定任何人由于专管机构的行动而受到损害，都可以向主管部长进行申诉，美国规定主管机关采取的

措施可以受到上诉法院的复审。

对美国市场而言，存在紧急状况时，交易所理事会可通过立即生效的临时性紧急处分规则，并豁免事先核准的规定；若是交易所的设备遇有紧急状况，例如火灾或意外事件、炸弹威胁、停电、酷寒天气、通信及运输中断而受严重的影响或有严重影响可能性的，经授权，交易所高级主管可以采取必要的行动，以处理此类紧急状况；采取中指交易的措施时，中止交易的期间不得超过5天。

1. 美国 SEC 对证券市场价格异常时所采取的紧急处分措施

(1) 特定股票

(a) 当主管机关或证券交易所，发现某发行公司的重大信息尚未实时公开时，可命令其交易暂停或停止，以利该信息能充分在市场公开。

(b) 为避免特定股票价格波动过大，监管部门或交易部门可建议该股票暂停或停止交易。

(2) 所有证券

(a) 当道琼斯工业指数比前一天收盘时涨跌超过50点时，将限制S&P500股价指数组成股票的计算机交易，禁止以程序交易进行套利买卖委托，但是人工撮合交易仍然可以进行。

(b) 下午二点前，若道琼斯工业指数下跌10%，所有证券暂停交易一个小时；下午二点到二点三十分，若道琼斯工业指数下跌10%，所有证券暂停交易三十分；下午二点三十分后，则不适用10%的标准，因此，若道琼斯工业指数在下午二时三十分后下跌10%，市场仍照常交易。

(c) 下午一点前，若道琼斯工业指数下跌20%，所有证券暂停交易二个小时；下午一点到二点，若道琼斯工业指数下跌20%，所有证券暂停交易一个小时；下午二点后，若道琼斯工业指数下跌20%，则市场关闭一天。

(d) 若道琼斯工业指数下跌30%，则不论何时发生，市场都关闭一天。

2. 美国CFTC对期货市场价格异常时所采取的紧急处分措施

(1) CFTC为防止挤压轧空、或因市场交易网络堵塞而影响价格稳定时，实行延展交割日期三至十天的措施（美国商品交易法第5a条第(4)项）。

(2) CFTC可以命令变更或增加期货合约的交割地点或改变价差，以防止或减少价格操纵等行为（美国商品交易法第5a条第(10)项）。

(3) 为消除不合理的价格变动，CFTC应该设定交易数量及持有头寸的限制（美国商品交易法第4a条第(1)项）。

(4) 期货自律组织根据CFTC的授权，可以采取下列的紧急措施：全部或部分限制只可进

行平仓交易、延长或缩短合约交易最后日期、延长或改变交割的时间或地点、命令当事人为平仓交易、设定结算价格、或减少头寸、命令期货合约的转移、延长、限制或改变交易时间、暂停交易(CFTC 规则 1.41 条第(f)项)。

(5) 暂停交易。在股价指数上涨或下跌达到一定程度时，期货等股指衍生品市场即停止交易一段时间，以提供交易者重新思考的机会。以S&P500指数期货合约为例，开盘时，如指数上涨或下跌5点，则暂停交易2分钟；如指数下跌12点或20点时，也分别暂停交易2分钟。

(6) 价格限制。以 S&P500指数期货合约为例，开盘时，指数涨跌限制为5点；当市场下跌12点或20点时，立即实施价格限制，而每日的价格总限制为30点；此外，如当日价格限制达到一定程度时，第二天的交易设置新的价格限制。

美国期货法还规定，一旦CFTC有理由相信确实存在价格操纵或市场垄断，可以宣布紧急状况并采取行动以维持或恢复期货市场的交易或结算交割的秩序：如果发生这种紧急状况，须立即采取措施的，在获得CFTC三分之二赞成票的情况下，即可对该紧急情况实施临时性规章。据CFTC规则，所谓紧急状态，指是在交易所自己所申报且经CFTC核准的时常规则中所定义的情况，也可能是交易所的理事会认为须立即采取行动或认为将威胁或可能威胁交易秩序及公平，影响结算及交割进行的情况。被交易所理事会视为“紧急状态”的情况包括但不限于：1、操纵或试图操纵的行为；2、任何实际的、试图的具威胁性的操纵、轧空或头寸的不当集中；3、任何可能重大影响交易市场合约履行的情况；4、美国政府、外国政府、州政府或地方政府、交易市场、交易所或其它交易协会等所采取的行动对交易市场的交易有直接影响的情况；5、任何对交易市场的设施功能可能发生严重、不利影响的情况，例如，火灾或其它意外事件、炸弹威胁、停电、酷寒天气、通信、运输中断；6、交易市场会员陷于破产或不能支付，或政府机构、法院或仲裁人下禁制令、限制措施等，而可能影响会员履行合同的能力；7、未履行期货合同的会员或其它人士已陷入不能支付或按照期货合同的情况，如允许维持将危及客户资金、交易市场安全者；8、其它不平常、无法预测及不利的情况，使交易所无法按规定按时将其规则提请CFTC事先进行审查。

5.6 现货与衍生品市场的跨市场信息分享

理论上，在完全竞争市场中，期货等衍生品价格是市场对现货价格的预估值，故现货和衍生品价格的变动会相互影响，操纵者会利用这一特性，进行现货和衍生品市场间价格操纵和内幕交易，而这种不法行为，因涉及跨市场交易，故更加难以预防或监管；鉴于此，各国

衍生品或证券主管机关为保护投资者、维持市场公正与秩序，都加强和其它市场信息交换方面的合作，希望通过正式签署备忘录或非正式的定期联络，保持充分沟通并分享市场交易信息。这样不仅有利于日常交易活动的管理，而且便于在发生操纵行为时，将操纵的负面影响降低到最低程度。

为确保美国金融市场的公正与自由竞争，美国国会1990年通过市场改革法(Market Reform Act of 1990)，要求美国财政部、联邦储备银行、证券管理委员会、商品期货交易委员会从1991年5月31日起，每年向国会提出一份跨市场间协作报告(intermarket coordination report)，因此，美国SEC、CFTC及其所属自律组织都积极推动双方的合作关系，成立或参与双边组织，例如：市场间监管组织(Intermarket Surveillance Group，简称ISG)，该组织成员包括多家证券和期权交易所及期货交易所，他们根据各市场间操纵案件的形式，规定各成员预防或监管操纵案件时应配合的工作，他们分享的信息内容主要为交易、交割数据及相关投资者数据；此外，市场间财务监管组织(Intermarket Financial Surveillance Group，简称IFSG)、衍生产品政策组织(Derivatives Policy Group，简称DGP)、金融产品咨询委员会(Financial Products Advisory Committee)等也随时开展合作与沟通，降低金融产品价格被操纵可能性。

美国各市场管理单位和自律机构进行许多合作事宜，例如：

(一)期货、期权及证券信息网络系统(Information Network for Future, Option, and Equities，简称INFOE)

这个系统是在市场发生巨幅波动时，各市场主管机关和自律组织间相互交换信息网络系统，各管理机构通过该网络，不但可以传输所需的信息，也可以作为决策机构的联络管道，在市场发生重大事件时，能够及时互换信息，实现同步管理措施。

(二)市场间抢先交易协议(Intermarket Front running Agreements)

为防止投资者或经纪商不同市场间获得信息的先后，进行抢先交易，影响其它交易人的权益，美国SEC与CFTC建立了信息分享渠道，并进行调查和诉讼等合作事宜，而各证券交易所和衍生品交易所之间，也由于指数衍生品和现货间的关系，为禁止指数期货等衍生品的抢先交易，共同签订有关监管进行信息交换和调查合作。

(三)周五到期日的每季会议(Quarterly Meetings Concerning Expiration Friday)

每月在股价指数期货、股指期货以及单个证券期货、期权到期前，SEC和CFTC相关人员都会例行性的就到期时市场可能产生的波动，互换信息以供参考；如果与历史数据比较后，发现有可能发生不正常现象，各衍生品和证券交易所间将相互讨论分析该异常状况的可能影

响，并商讨防范和处理方案；此外，由于大多数衍生品合约到期时，通常波动性会比平时大，所以，SEC和CFTC将同财政部及联邦银行等单位，正式举行会议，以研讨可能产生的问题。

根据美国期货协会(FIA)对健全财务规范的建议：每一个交易所和结算机构在和其它相同或不同司法管辖权的交易所、结算机构以及主管机构建立信息合作和分享，应该拥有适当的程序与系统，直接或间接通过主管机关，来分享有关市场参与者及其交易活动信息(一般包括违约、交易时间变更、巨额交易客户数据、操纵、垄断、休市、涨跌停等信息)。事实上，为监管证券现货和衍生品市场跨市场的可能操纵，各机构可能合作的方式主要包括二种：

1. 签订信息分享协议。
2. 主管机关以行政命令指示。

合作的重点事项主要包括信息分享、联合检查、跨市场危机处理等。其中，就信息分享而言，跨市场间可提供的信息大致可分类如下：

1. 私人信息：除非因调查必要，不对另一市场提供。
2. 管理信息：按照信息机密等级不同，查询方式可区分如下：
 - (1)直接查询：属于无机密性，不会侵犯当事人隐私权的公开信息。例如：
 - (a)投资者违约资料。
 - (b)投资者的开户信息。
 - (c)证券商、期货商的财务资料。
 - (d)上市、上柜公司的财务业务资料。
 - (e)有价证券之交易价格、成交量、未平仓数量等。
 - (f)其它。
 - (2)提出书面需求申请：属于机密性的非公开信息，例如：
 - (a)特定有价证券的买卖资料(证券商、期货商、投资者等)。
 - (b)涉及操纵的集团或个人的交易数据。
 - (c)特定证券商、期货商、投资者的交易数据。
 - (d)累积未平仓头寸数量相对较大期货商、投资者的资料。
 - (e)到期日前几日平仓数量较大的期货商和投资者资料。
 - (f)其它单位申请提供的资料。
 - (3)主动提供：属于可能危及跨市场间的结构性安全，应纳入通报系统的信息。

此外，各证券和衍生品相关单位如非属公务机关时，在信息交换时，须注意不得将按照相关法令不应该提供的信息提供给他方。

第六章 中国现货与衍生品市场的跨市场监管对策

从近年来对股市和期货的单一市场监管看，虽然存在很多疑似操纵案例，但经过相关法规确认的较少，这并不是说我国市场操纵现象很少，而意味着我们的监管还有很多需要改进的地方。2007 年开始，我国的金融将增加很多新的品种，不仅有现货，还有相关品种的衍生品交易，因此市场将更加复杂。如果不在衍生产品交易之前在法规、合约、监管、信息合作等方面有所准备的话，单个市场和跨市场间价格操纵的频繁发生就不可避免。为了维护市场公正，增强投资者信心，我们认为相关部门应该从以下几个方面着手。

6.1 法律法规层面

6.1.1 协调市场间的法令规定

虽然我国证券市场与期货市场都属证监会所统一管辖，但两市场的部分法规和交易制度仍存在许多分歧，其中有些差异是因为市场特点不同导致的，但有些规定却可能会限制市场间套利交易。例如，由于我国目前证券市场和即将上市的股指期货的交易成本不同，可能造成跨市场间套利交易阻碍，反而有利于进行跨市场操纵与内幕交易行为。

因此，建议将来加强协调现货与期货市场间法令规定，以增进市场效率，理顺市场间的套利途径，而有效遏制市场操纵或内幕交易等不法行为发生。

另外，投资品种的衍生品出现后，会有投资者进行现货与衍生品之间的套利交易，因此建议监管部门在市场操纵的认定过程中，应该借鉴欧盟和德国在对市场操纵进行定义时使用的“可接受市场行为”、“市场失当”等概念，引入“理性交易”的概念，如果投资者能够证实其在多个市场的交易是合法的，其行为将不构成市场操纵，否则将抑制这部分投资者的投资需求。英国在认定市场不当行为的过程中，已经引入“理性投资者”（regular user）的概念，帮助执法者作出判断。

6.1.2 及时查处并加重处罚

近年来，虽然在股票和期货市场出现了不少操纵明显的案例，但经过法律确认的案例少

之又少。并且，对于确认的操纵案例，其处罚过轻，并不能达到有效打击价格操纵的作用。从对“琼民源”、“中科创业”、“银广夏”等操纵案例的处理看，明显有处罚偏轻的感觉。按照目前规定，犯操纵证券交易价格罪。处5年以下有期徒刑或者拘役，这与该罪严重的社会危害性不相适应，也不足以震慑犯罪分子。加重处罚可以增加操纵者的风险成本，起到一定的威慑作用。

另外，对操纵市场行为，中国的法律体系有明确的刑事责任规定，有关部门规章也明确了行政处罚的规定，但在民事责任方面相应的规定较少。尤其是尚未有效建立和完善股东集团民事诉讼机制，市场操纵行为的受害者缺乏获得相应损害赔偿的途径。以“银广夏”为例，“银广夏”共有5万(1999年底)多名流通股股东，在这种情况下，单独诉讼根本不可能。因为受害股民经济上不划算；法院工作量太大；起诉越晚，得到赔偿的可能性越小，在法律上这很不公正。因此，推行追究市场操纵的民事责任，允许受害的投资者对市场操纵不法行为人提起损害赔偿诉讼，无疑会在经济上对市场操纵者施加沉重的压力，剥夺其获得的利益；二是目前中国的证券法规对如何判定是否构成市场操纵行为，如何明确举证责任等程序性方面的规定没有相应的具体的司法解释，执法操作性较差，举证非常困难，严重影响了执法的效率和效果。因此，应加强和细化对市场操纵行为诉讼过程中的证据标准、举证责任等方面的规定。

2007年开始，国内逐步推出股指期货，个股期货等衍生品以后，与以前的商品现货和期货市场操纵相比，在股票市场（现货）和股指期货的跨市场之间操纵更加方便并且普通投资者越发难以察觉。因此，如果不加重对价格操纵的处罚，很可能导致严重的市场丑闻出现，影响我国金融市场的健康发展。

6.2 合约设计方面

1、合约权重设计

即将推出的国内第一个金融衍生品-沪深300指数期货样本股票有300多种，一般来说，操纵者很难有如此雄厚的财力能够同时操纵这些样本股票的市场价格，以影响期货结算价格；同时，样本股票中最大权重仅有3.8%，而前10只最大权重之和也仅达到22%左右，因此，想通过操纵个股来控制股指期货价格也几乎不可能的；因此，就目前沪深指数期货设计而言，相对而言不易产生现货市场和衍生品市场间的操纵行为。

从目前的合约结构看，该指数初期倾向于让机构投资者参与，而将中小投资者排除在外。

将来应该会推出适合所有投资者参与的指数衍生品，如分类股价指数期货，由于分类股价指数组成股票较少，为避免因操纵成本降低，而发生现货市场和衍生品市场间的操纵行为，因此建议在设计分类指数期货合约时，应慎重考虑现货指数样本股票的多少和其权重分配情况。

2、使用现金交割

现金交割又称价格交割，是指事先规定的，对在最后交易日仍未平仓的头寸，以交易所或权威机构公布的基本上反映相应品种的现货市场价格的一个基准价格，来结算合约买卖双方之间的价差，并进行盈亏划转和结算。现金交割源于金融期货中的非实物标的物期货合约的交割。期货市场的交易不论是套期保值，还是投机交易，他们大都在交割之前以一个自己认定的或比较满意的或能承受得起的价格，平仓了结，退出交割。这样一个交易者自己认定的或比较满意的或能承受得起的价格，可以认为是与临近交割日的现货市场价格相近的。因为，随着交割期的临近，相应合约的期货价格与现货价格具有趋同性。从理论上讲，在正常交易情况下，进入交割月份的期货合约的买卖双方都会认可临近交割日期的现货市场价格。因此，如果有一个权威报价机构，以科学的统计方法，计算出能反映现货市场的真实价格，那么，合约的买卖双方无论其是套期保值者或是投机者都会承认这一价格，并接受此价格平仓，退出实物交割。所以，对于操纵者来说，这一价格会使其操纵目的难以实现，因为他不得不承认这一基本反映真实现货市场的价格。

6.3 日常监管方面

1、采用适宜的保证金跟踪制度

从‘327’国债期货操纵来看，保证金监控在抑制现货和期货间操纵是非常重要的。我国期货市场目前采用的“逐笔盯市”风险监控模式，由计算机首先控制交易者下单的数量、价格和保证金比例，再由计算机从其结算账户中扣除其保证金。一旦有效保证金不足，计算机可自动禁止其开新仓，只允许平仓操作。在这方面，通过计算机实时监控远比人工控制效率更高，反应更敏捷，“逐笔盯市”比“逐日盯市”更加符合国情。可以有效的抑制操纵者利用信用资金对一些交易不活跃或现货供给有限的期货品种进行操纵。

期货保证金制度，是期货交易所控制风险的最有效的手段。操纵市场者主要是凭借其资金优势来大量建仓，影响价格。从第二章亨特兄弟操纵白银和‘327’案例中也可以看出：当发现市场上有人试图操纵市场时，期货交易所应该适当对多空双

方或某一方提高保证金，提高其交易成本，使操纵市场者无法进行操作；对进入交割月份的合约，为防止逼仓，可实行分阶段逐步提高保证金的办法，保证实物交割的顺利进行。

2、促进重大信息之公开

重大信息充分而及时公开，不仅可以减少内幕交易发生，同时也可以保护投资人，以防操纵者散布虚伪或不实消息操纵市场。

对证券市场而言，发行公司的重大信息即为内幕消息，而期货市场的内幕消息却可能是市场消息，例如，有关现货供需的各种市场消息，均会显著影响期货交易价格；就指数期货而言，任何影响股价指数的消息(如利率走势、货币或财政政策、重要经济数据、市场管理措施等)，或者在期货市场中，管理机构为稳定市场，而准备采取的紧急应变措施，这类信息在未公开前，都可能被人事先知道而进行跨市场内幕交易，或有人故意散布有关这类消息的不实言论，而产生跨市场操纵行为。

因此，加强对上市公司信息披露及时性、准确性、完整性的监管，可以有效地消除信息型市场操纵的基础，使具有信息优势的操纵者难以利用这种优势获利，从根本上打击市场操纵行为。另外，由于互联网的日渐普及，网络的信息传播速度更快，因此，改进上市公司信息披露的手段，逐步建立信息披露电子化系统，提高信息传播效率。

3、加强网上信息披露监管和优化

加强对网上信息披露的监管。Internet的快速发展、普及使投资者能方便、快捷的获取各种信息。与此同时，Internet也使虚假信息的传播变得更加容易。监管部门在利用Internet建设信息披露制度的同时，应该注意防范虚假信息在Internet中的披露和传播。一个可以采取的现实措施是，监管部门应该要求各证券类网站设置专门人员监控各自论坛上的“小道消息”发布。

4、严密监控大额交易

操纵者在现货和衍生品市场间试图通过交易行为操纵市场价格时，通常必须以大额交易来达到目的，因此，监控现货和期货市场中的大量买卖或持有大量头寸的交易者，可以预先采取若干防范措施来制止跨市场间的操纵行为。

5. 加强对将到期期货合约的监控

从理论上讲，由于指数期货的最后结算价格以股价现货指数为准，因此在指数期货将到期之前，现货和期货价格会逐渐趋于一致，即现货与期货价格的相关性增强，只要在其中一个市场中进行操纵，就可显著影响另一个市场的价格，在一个市场中所获得的内幕消息，在另一市场中也可能发生作用，因而，合约到期前，发生现货和衍生品市场间的操纵行为的可

能性比较大。

以国外经验而言，在指数期货、指数期货期权及个股期货、个股期权同一天到期日，股市行情波动通常都十分剧烈，因此监管人员应该拟订具体监管措施，加强注意合约即将到期前的大额头寸或集中交易等情况，并深入分析，以了解是否有人进行市场操纵或内幕交易行为。

6. 建立头寸限制制度

过度的投机机会导致现货或期货价格突然或不合理的波动，而使市场操纵者或内幕交易者有机可乘，而且，不论是采何种操纵形式，操纵者都需持有大量现货或期货头寸，才能达到操纵目的，以获取巨额利润，此外，内幕交易所得多少，也和内部人持有头寸大小密切相关，因此，各国对于期货交易人持有或控制的头寸数量都设定限制，以防范现货与期货市场中操纵和内幕交易发生。

6.4 跨市场信息共享和联合监管

国际证监会（IOSCO）的调查表明信息共享对于监管合作具有重要的意义^[24]。目前我国各交易所和市场之间还缺乏跨市场信息互换合作机制，在股指期货正式交易前，建议管理机构制定相关合作机制，密切携手合作，规划建立资金流动、头寸状况等各项跨市场监管标准，以利于监管操纵与内幕交易等不法行为和市场的稳定与安全，从而促进证券和衍生品市场健全发展。就国内而言，信息共享应该包括交易所之间的合作、交易所和监管者间的合作、监管者和其他当局者的合作。建议建立各交易所之间的信息交流系统，以便随时跟踪整个金融市场的交易和资金情况，当一个市场出现异常时，其他市场可以暂停或者提高警惕，避免跨市场间的操纵发生。

目前期货交易所本身职权方面的原因，无法对交易人的资金流向进行追踪调查，将来如果通过加强主管机关或自律组织的调查权限，通过了解大额交易者买卖和资金运用情况，以及该交易者所从事现货和期货市场间的避险策略，监管人员可及时及早找出异常的交易状况和可能的不法行为，以便采取适当防范措施。

就国际角度而言，国际上的合作包括：国际监管者间的合作、国内监管者和国外监管者之间的合作、国内监管者和国外交易所的合作以及不同国家交易所之间的合作。

6.5 跨市场危机处理程序

跨市场危机处理主要包括两个方面的内容,一方面,当现货或者衍生品价格出现异常时,应该停止或暂停衍生品市场交易,甚至同时停止或暂停现货市场和相关衍生品市场交易,以减低市场风险,给投资者重新思考的机会。

另一个方面,当市场价格或交易量出现异常时,应该限制现货及相关衍生品的买卖数量,对于杠杆交易品种(包括现货),应该采取调整杠杆比例、限制会员头寸、变更交易时间、修改交割规则等手段对市场进行疏导,避免操纵出现。

参考文献

- [1] Cherian, J. A. and R.A. Jarrow(1995), "Market Manipulation", Chapter 20 of Handbook of Operations Research and Management Science, vol. 9, Finance, North- Holland,.
- [2] 唐洪敏（2005），欧盟关于市场操纵的定义及其特点，证券市场导报，2005 No.8 P.72-77
- [3] 张保华、李晓斌，欧盟关于市场操纵行为的监管与立法实践，证券市场导报，2005 No.1: P.36-42
- [4] 高基生，德国市场操纵证明之研究，证券市场导报，2005 No.8 P.55-62
- [5] 何基报，关于市场操纵调查和起诉的国际比较，证券市场导报，2005 No.8 P.63-66
- [6] 陈峰，澳大利亚关于市场操纵的认定及处罚，证券市场导报，2005 No.8 P.67-72
- [7] 马江河，美国证券市场操纵认定标准研究，证券市场导报，2005 No.8 P.73-77
- [8] 蔡奕，英国关于市场操纵的立法与实践，证券市场导报，2005 No.2 P.11-17
- [9] U.S. Securities and Exchange Commission, Report On Intermarket Coordination, May 31, 1995
- [10] Council Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities.
www.eif.europa.eu/Attachments/pub_corporate/bod_code_of_conduct.pdf
- [11] Tokyo Commodity Futures Markets Regulators' Conference, October 1997
- [12] Financial Services and Market Act www.opsi.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm
- [13] Australian Securities and Investments Commission Act 2001.
www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/asaica2001529/
- [14] 德国有价证券交易法
www.taxchina.cn/StatuteLib_statuteDetail.asp?StatuteId=455777&key=
- [15] www.sfc.hk
- [16] www.6law.idv.tw/law/證券交易法.doc
- [17] www.amf-france.org/
- [18] Allen and Douglas Gale (1992), Stock-Price Manipulation, The Review of Financial Studies, Vol. 5, No. 3. (1992), pp. 503-529
- [19] Kose&Narayanan,1997 Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations," (with R. Narayanan), Journal of Business, 1997, Vol. 70, No.2.
- [20] Benabou, Roland; Laroque, Guy (1992) ,Using Privileged Information to Manipulation Market: Insiders, Gurus, and Credibility, Quarterly Journal of Economics, Aug92, Vol. 107 Issue 3, p921, 38
- [21] Stoll&Whaley,1987, Stoll, Hans and Robert Whaley, "Program Trading and Expiration-Day

Effects,” *Financial Analysts Journal* 453, 1987, pp. 16-28.

- [22] Chamberlain, Trevor W.; Cheung, C. Sherman; Kwan, Clarence C.Y.(1989), Expiration-Day Effects of Index Futures and Options: Some Canadian Evidence. *Financial Analysts Journal*, Sep/Oct89, Vol. 45 Issue 5, p67-72,
- [23] Stoll, H.R., Whaley, R.E., 1991. Expiration-day effects: What has changed? *Financial Analysts Journal* 47, 58–72,
- [24] Kumar, P., and Seppi, D., “The Manipulation of Cash Settled Futures Contracts”, *Journal of Finance* 47, 1992, 1485-1502.
- [25] IOSCO’s Secretary General, “Report on the improvement of cooperation and coordination in the surveillance of securities and futures transactions”, September 1996

附录一：各国对价格操纵的惩罚

澳大利亚

1. 违反公司法规定的有关市场操纵的相关规定，受到的惩罚包括罚款和最高 5 年的监禁；
2. 民事处罚包括：冻结交易收益并予以公布；受到操纵行为危害的交易者可以提出赔偿；
3. 行政处罚包括：禁止将来从事该行业；取消从业执照。

加拿大

安大略交易所

1. 被《加拿大犯罪编码》确认的市场操纵最高面临 10 年的监禁；
2. 虚假交易和对倒（Wash trading and match trading）最高面临 5 年的监禁；
3. 安大略证券交易所可以延缓或停止登记，结算；
4. 对于触犯安大略证券法者，安大略证券交易所可以发起准犯罪调查，触犯者将面临最高 2 年的监禁或高达 100 万美元的罚款（内幕交易更高）；
5. 自律组织（Self-regulatory organizations），如多伦多证券交易所可以进行听证会开除会员，或中止涉嫌公司股票的交易甚至把该股票从交易所剔除。

魁北克交易所

1. 触犯 380（2）条款的市场操纵者面临最高 10 年的监禁；
2. 触犯 380（2）条款的虚假交易和对倒交易（Wash trading and match trading）最高面临 5 年的监禁；
3. 魁北克交易所可以取消和暂停疑似操纵交易，对于传递虚假信息者处以 5000 美元—100 万美元之间的罚款。
4. 魁北克交易所可以开除会员。

法国

1. 被告面临 2 年监禁和实现利润 10 倍的罚款或 1 千万法郎。对于个人操纵者，罚款不能少于实现利润；对于公司操纵者，罚款是个人罚款的 5 倍；其他惩罚包括关闭公司、禁止参与交易和在媒体上予以公布。
2. 行政处罚包括，实现利润 10 倍的罚款或 1 千万法郎。

德国

操纵者面临最高 3 年的监禁或者罚款。

香港

1. 香港证券条例规定，对操纵证券市场行情的行为，经公诉程序可以处罚金 5 万港元及监禁 2 年。除应负刑事责任外，还应向有关受到损害的人员支付损害赔偿金。

意大利

操纵市场将面临 3 年的监禁和 1 百万到 5 千万之间的罚款，如果价格变化明显，处罚将加重。如果操纵者是以下身份，惩罚将加倍：管理公司的股东；拥有股票的董事；清算人；经理；涉及投资业务的审计人员；股票经纪人；交易所员工或会员；或者通过媒体或其他媒介；

日本

违反日本（证券交易法）第 125 条禁止操纵市场规定者面临 500 万日元罚款和 5 年以下监禁。对于为了得到金钱或其他财富的操纵者，面临 3 千万日元的罚款和 5 年以下监禁。

墨西哥

1. 市场操纵者面临 5 年以下的监禁和所得 3 倍以下的罚款；
2. 停止经纪人或场内交易员的交易资格；

荷兰

1. 市场操纵者面临2年的监禁和10万基尔德的罚款；2. 行政罚款2万基尔德，收回从业执照。

挪威

操纵者面临罚款和6年以下监禁

葡萄牙

3 年以下监禁和罚款；对于从业人员，最高禁止从业时间 5 年。

西班牙

处以1倍到5倍的罚款，或者操纵者5%的证券资产，或5千万比塞塔

瑞典

6个月到6年的监禁；罚款。

瑞士

监禁和高达1千万瑞士法郎的罚款

英国

最高7年的监禁和罚款。

美国

处最高为 5 年的监禁和 1 万美元的罚金。如果在其他市场进行操纵，最高处以 7 年监禁。

捷克

2 年以下监禁，罚款和吊销执照。

匈牙利

50 到 500 万福林之间的罚款。

拉脱维亚

1.5 倍所得或 200 个月工资罚款；停止或吊销执照

巴拉圭

最高达 200 个月的最低工资罚款；2 年以下监禁；吊销执照。

波兰

3 年以下监禁或/和 5 百万兹罗提的罚款

南非

5 年以下监禁和罚款

斯里兰卡

5 年以下监禁和/或 不超过 1 千万卢比的罚款；停止或取消从业资格。

泰国

刑事处罚：最高 2 年的监禁和不超过 2 倍所得的罚款，但罚款金额不得低于 50 万泰铢。

行政处罚：如果嫌疑人是证券公司经理、基金经理、资产评估人、审计师、或金融咨询师，吊销从业资格。

土耳其

2 到 5 年的监禁和 100 亿到 200 亿里拉的罚款；处以 3 倍操纵所得的罚款；取 2 类罚款中的最大值。如果是再次犯罪，处罚增加 50%。